

GRENSER FOR STYRETS MYNDIGHET TIL Å GJENNOMFØRE EMISJONER ETTER FULLMAKT FRA GENERALFORSAMLINGEN



Universitetet i Oslo
Det juridiske fakultet

Kandidatnummer: 583
Leveringsfrist: 26.04.10

Til sammen 17 282 ord

13.09.2010

Innholdsfortegnelse

<u>1</u>	<u>INNLEDNING.....</u>	<u>1</u>
1.1	Presentasjon av tema.....	1
1.2	Avgrensninger.....	1
1.2.1	Domstolens og børsklagenemndens prøvelsesadgang	2
1.3	Definisjoner	3
1.4	Rettskildebruk	3
1.5	Videre oppbygging.....	5
<u>2</u>	<u>BAKGRUNN FOR PROBLEMSTILLINGEN.....</u>	<u>6</u>
2.1	Behovet for kapital	6
2.2	Beslutning om emisjon	8
2.3	Fullmakt til styret	9
2.3.1	Eksempel på utforming av fullmakt.....	10
2.4	Positive og negative sider ved adgangen til å gi styrefullmakt	11
2.4.1	Betydningen av tidsaspektet	11
2.4.2	Forutberegnelighet kontra fleksibilitet.....	13
2.5	Virkninger av emisjon.....	14
2.5.1	Organisatoriske rettigheter.....	14
2.5.2	Økonomiske rettigheter	15
2.6	Selskapsrettslige prinsipper.....	17
2.6.1	Vinningsformålet	17
2.6.2	Likhetsprinsippet	18
2.6.3	Flertallsprinsippet	18

2.6.4	Prinsippet om minoritetsvern	19
3	<u>FULLMAKTENS GRENSER</u>	<u>21</u>
3.1	Tilnærming til problemstilling	21
3.2	Grenser i selve fullmakten	23
3.3	Myndighetsmisbruk etter asl/asal § 6-28 (1)	24
3.3.1	Om vilkårene «egnet» og «fordel»	25
3.3.2	Nærmere om emisjoner som bryter med likhetsprinsippet	27
3.3.3	Nærmere om emisjon der tegneren gis favørkurs	29
3.3.4	Nærmere om vinningsformålet ved emisjonsbeslutningen	30
3.4	Urimelighetsvilkåret i asl/asal § 6-28 (1)	31
3.4.1	Styrets skjønnsmargin	33
3.4.1.1	Ulik skjønnsmargin for styret og aksjonærene	36
3.4.2	Saklighetsvilkåret	39
3.5	Handlingsalternativer	49
3.5.1	Beslutning av generalforsamlingen	51
3.5.2	Ekstern kapital	51
3.5.3	Avvikling av selskapet	51
3.6	Mulige tiltak for å unngå misbruk	52
3.6.1	Kartlegging av aksjonærenes ønsker	52
3.6.2	Emisjon på andre vilkår	52
3.6.3	Reparasjonsemisjon	53
4	<u>DE LEGE FERENDA-BETRAKTNINGER.....</u>	<u>57</u>
4.1	Generalforsamlingen får mindre kontroll.....	57
4.2	Anbefalinger.....	59
4.3	Konklusjoner.....	62

5	<u>LITTERATURLISTE</u>	<u>63</u>
5.1	Bøker.....	63
5.2	Artikler	63
5.3	Lovgivning.....	64
	FOR 2007-06-29 nr 875: Forskrift om regulerte markeder (børsforskriften).	64
	<u>AKTIEBOLAGSLAG (2005:551) [SVERIGE].....</u>	<u>64</u>
5.4	Rettspraksis.....	65
5.5	Vedtak, andre uttalelser m.v.	66
	<u>UTGITTE SKRIFTER FRA NAU, NR. 7. EGNE AKSJER. 1999.</u>	<u>66</u>
5.6	Forarbeider	66
5.7	Nettdokument.....	67
	<u>NORSK UTVALG FOR EIERSTYRING OG SELSKAPSLEDELSE: <i>NORSK</i></u>	
	<u><i>ANBEFALING FOR EIERSTYRING OG SELSKAPSLEDELSE, 15/2007.</i></u>	<u>67</u>
	<u>NORSK UTVALG FOR EIERSTYRING OG SELSKAPSLEDELSE:</u>	<u>67</u>
	<u>HTTP://WWW.OSLOBORS.NO/OSLO-BOERS/REGELVERK/BOERSSIRKULAERER/5-</u>	
	<u>2009-REVIDERT-UTGAVE-AV-NORSK-ANBEFALING-FOR-EIERSTYRING-OG-</u>	
	<u>SELSKAPSLEDELSE.</u>	<u>67</u>

1 Innledning

1.1 Presentasjon av tema

I aksje- og allmennaksjeselskap kan det gjennomføres kapitalforhøyelser for å innhente egenkapital. Temaet for oppgaven er styrets adgang til å vedta kapitalforhøyelser etter fullmakt fra generalforsamlingen. Kapitalforhøyelser kan medføre store konsekvenser for aksjeeierne.¹ Ordlyden i generalforsamlingenes fullmakter er ofte vid, og kompetansen som overføres til styret er således omfattende. Hovedproblemstillingen i oppgaven er hvilke skranker aksjeloven (asl) og allmennaksjeloven (asal) § 6-28 (1) om myndighetsmisbruk setter for styrets kompetanse når det benytter seg av fullmakten, herunder en analyse av hvilke forhold som spiller inn når en skal bestemme rekkevidden av styrets kompetanse i ulike tilfeller. Derne ser jeg på hvorvidt disse grensene bør få betydning for utformingen av slike fullmakter.

1.2 Avgrensninger

Temaet for oppgaven befinner seg på selskapsrettens område, og med unntak av i punkt 3.2 om grensene i selve fullmakten tar jeg kun for meg selskapsrettslige spørsmål. Oppgaven omhandler ikke fondsemisjoner. Jeg behandler kun kapitalforhøyelse mot kontantinnskudd. Årsaken til dette er at situasjonene ved tingsinnskudd og kontantinnskudd er prinsipielt ulike, og kapitalforhøyelser med tingsinnskudd reiser en del særlige problemstillinger² jeg av plassmessige hensyn ikke ønsker å gå inn på i oppgaven. Jeg ser kun på aksjeselskap og

¹ Jfr. punkt 2.5.

² Som for eksempel verdsettelse av innskuddsobjektet.

allmennaksjeselskap med én aksjeklasse. Jeg behandler heller ikke de særlige spørsmålene som oppstår når staten er eier. I kapittelet om myndighetsmisbruk går jeg ikke inn på personelle og prosessuelle vilkår for myndighetsmisbruk.

1.2.1 Domstolens og børsklagenemndens prøvelsesadgang

Jeg begir meg ikke inn på noen omfattende drøftelse av domstolens prøvelsesadgang. Hva angår de nærmere grensene for prøvelsesadgangen, henviser jeg til den juridiske litteratur.³ Som et utgangspunkt vil jeg likevel fremheve at styret ofte vil være bedre egnet enn domstolen til å foreta den forretningsmessige vurderingen av hva som er i selskapets interesse.⁴ I Rt 2003 s.335 heter det i den forbindelse at « domstolene normalt bør være forsiktige med å sette sitt skjønn over det forretningsmessige skjønn og den bransjekunnskap som ligger til grunn for en virksomhets finansielle eller operative mål.»⁵

I punkt 3.4.1 ser jeg på styrets skjønnsmargin, og når styret har holdt seg innenfor denne marginen, kan domstolene i utgangspunktet ikke overprøve det skjønn som ligger til grunn for beslutningen. Der jeg behandler vurderinger som nærmer seg det rent forretningsmessige og dermed muligens ikke kan prøves av domstolen, nevner jeg dette.

Heller ikke børsen vil normalt overprøve selskapets skjønn av rimelighet eller saklighet, og i tilfelle bare dersom forskjellsbehandlingen er klart usaklig, grovt urimelig eller det er tatt utenforliggende hensyn.⁶

³ I forbindelse med selskapsrett se Truyen (2005) kap. 14.2. I forbindelse med forvaltningsrett, Eckhoff (2003) kap. 33.

⁴ Jfr. Truyen (2005) s. 267.

⁵ Rt 2003 s.335 (14–15), Høyesterett viser til lagmannsrettens uttalelse i LA- 2002-84.

⁶ Jfr. Oslo Børs (2003).

1.3 Definisjoner

Kapitalforhøyelser kalles også emisjoner. Det finnes to typer emisjoner: fondsemisjoner og emisjoner ved nytegning av aksjer. Sistnevnte kalles nyemisjoner. Nyemisjoner vil si utstedelse av aksjer mot innskuddsplikt i selskapet. Ved fondsemisjon tilføres det ikke ny kapital til selskapet, det skjer kun en overføring av selskapets øvrige egenkapital til aksjekapital. Det er nyemisjoner som behandles i oppgaven, og når jeg videre i oppgaven bruker begrepet emisjon, er det denne typen emisjon jeg sikter til.

En emisjon som rettes mot en bestemt gruppe personer kalles en rettet emisjon. En emisjon hvor aksjeeierne har fortrinnsrett, blir i oppgaven kalt fortrinnsrettsemisjon.

1.4 Rettskildebruk

Aksjeloven og allmennaksjeloven har felles forarbeider. Det første lovutkastet med forarbeider⁷ ble sendt tilbake til regjeringen.⁸ Det neste lovutkastet med forarbeider⁹ ble vedtatt. På flere punkter er de første forarbeidene mer utførlige, og de er også relevante som rettskilder. Ved eventuell motstrid går de nye forarbeidene foran.

I punkt 3.4.2 tar jeg for meg rettspraksis. Til tross for at også rettspraksis fra tiden før kodifiseringen er relevant og bestemmelsene er vidt utformet, finnes det forholdsvis lite rettpraksis om myndighetsmisbruk etter § 6-28 og § 5-21.¹⁰ Det finnes naturlig nok enda mindre praksis om bestemmelsene i forbindelse med emisjonsbeslutninger. Noe av årsaken

⁷ Dette innbefatter NOU 1992: 29, Ot.prp. nr. 36 (1993–1994) og Innst.O. nr. 45 (1994–1995).

⁸ Vedtatt sendt tilbake til regjeringen i Odelstingets møte 2. mai 1995.

⁹ NOU 1996: 3, Ot.prp. nr. 23 (1996–1997), Ot.prp. nr. 39 (1996–1997) (endringslov), og Innst.O. nr. 80 (1996–1997).

¹⁰ Jfr. uttalelsen i LG-2007-192659 om asl. § 5-21: «Bestemmelsen har i liten grad blitt gitt noen generell fortolkning i rettspraksis.»

til at det har vært få saker om myndighetsmisbruk ved emisjonsbeslutninger kan være at tvistepunktet ofte vil være forretningsmessige vurderinger rundt emisjonsbeslutningen, for eksempel hvorvidt man ved en rettet emisjon kunne fått en høyere kurs.

Den rettspraksis som foreligger er først og fremst med på å klarlegge noen yttergrenser. Den gir noe veiledning i forhold til hvilke hensyn som skal vektlegges, men er i liten grad med på å klarlegge grensedragningen i mer tvilsomme tilfeller. Ettersom praksis fra høyere instanser er begrenset, ser jeg også på avgjørelser fra tingretten, Oslo Børs og børsklagenemnden. Børsklagenemnden er klageinstans for Børsstyrets vedtak.¹¹ Avgjørelsene gjelder den nå opphevede børsforskriften § 23-8¹². Bestemmelsens formulering er annerledes enn asl/asal § 6-28. Praksis om børsforskriften er derfor ikke direkte relevant for likebehandling etter asl/asal § 6-28 (1), men kan være med på gi et bilde av hva likhetsprinsippet innebærer. Jeg har også benyttet meg av praksis fra Aktiemarknadsnämnden (heretter AMN).

Jeg har enkelte steder i oppgaven benyttet meg av danske og svenske rettskilder. Gjennom flere tiår har det pågått et nordisk samarbeid innenfor selskapsretten, og samarbeidet ledet til aksjeloven av 1976.¹³ Mange av hovedtrekkene i aksjelovgivningen er derfor like. Oppgaven omhandler generalklausulen asl/asal § 6-28. Den svenske loven inneholder tilsvarende generalklausul.¹⁴ Også den danske loven har en generalklausul, men bestemmelsen gjelder kun «åpenbart» misbruk, og det kan derfor være at det skal mer til for at det foreligger misbruk etter denne bestemmelsen.¹⁵ Jeg mener at de svenske og

¹¹ Børsforskriften § 35 (1).

¹² Børsforskriften (1994).

¹³ Jfr. Woxholth (2004) s. 70.

¹⁴ Aktiebolagslagen § 8:34 og aktieselskabsloven § 63.

¹⁵ Departementets uttalelse i Ot.prp. nr.19 (1974–1975) s. 111 jfr. s. 136 kan tyde på at ordet «åpenbart» ikke medfører at det er forskjell på den norske og den danske generalklausulen, jfr. Truyen (2005) s. 260 flg.

danske rettskildene har relevans der de er henvist til i oppgaven. Fordi generalklausulene er en kodifisering av rettsprinsipper, er rettspraksis fra før lovfestingen også relevant.

Truyen er den forfatteren i Norge som har viet mest plass til temaet myndighetsmisbruk i aksjeselskap. I boka *Aksjonærenes myndighetsmisbruk* er styrets myndighetsmisbruk omhandlet i et kort kapittel.¹⁶ Han kommer her inn på forskjellene på styrets og aksjonærenes misbruk. Ellers er det skrevet lite om disse forskjellene i norsk teori. Vurderingstemaet i asl/asal § 5-21 om aksjonærenes myndighetsmisbruk og § 6-28 om styrets misbruk er det samme,¹⁷ og mye av det som er skrevet om aksjonærenes myndighetsmisbruk er derfor relevant ved vurderingen av styrets myndighetsmisbruk. Flere av kildene jeg benytter meg av i oppgaven omhandler aksjonærenes myndighetsmisbruk. Der jeg har benyttet meg av kilder om aksjonærenes myndighetsmisbruk, og det er usikkert om rettstilstanden er den samme for styremedlemmer, er dette kommentert.

Enkelte steder i oppgaven har jeg valgt å kommentere rettskildebruken fortløpende, ettersom jeg har funnet det hensiktsmessig å kommentere den sammen med den materielle jussen.

1.5 Videre oppbygging

I kapittel 2 ser jeg på den faktiske og rettslige bakgrunnen for problemstillingen. I kapittel 3 ser jeg på grensene for styrets myndighet som finnes i selve fullmakten, og hvilke grenser asl/asal § 6-28 (1) setter for styrets adgang til å benytte seg av fullmakten. I kapittel 4 har jeg foretatt visse vurderinger knyttet til hvilke konsekvenser rettstilstanden på området bør få for tildeling og utforming av slike fullmakter.

¹⁶ Truyen (2005) s. 122–124.

¹⁷ Jfr. punkt 3.4.1.1.

2 Bakgrunn for problemstillingen

2.1 Behovet for kapital

Selskaper er avhengige av risikokapital for å finansiere prosjekter og foreta investeringer, og aksjeselskapsstrukturen er egnet for effektivt å kunne innhente kapital. I ot.prp. nr 36 (1993–1994) uttales at det bør være et viktig siktemål for lovgiver å legge forholdene til rette for selskapenes muligheter til å skaffe ny egenkapital.¹⁸ Hvor stort selskapets kapitalbehov er varierer blant annet med typen virksomhet og selskapets størrelse. Små og mellomstore selskaper, og selskaper i en oppstartsfase, har gjerne et større behov for å innhente kapital enn store selskaper som har bygget opp egenkapital ved overskudd. Enkelte typer virksomheter bruker tid på å generere overskudd. Dette kan for eksempel gjelde innenfor bioteknologisektoren, hvor det typisk tar 10–12 år å utvikle et produkt som kan selges på markedet.¹⁹ Selskapets egenkapital kan økes på to måter, enten ved å holde tilbake overskudd, eller ved å foreta emisjoner. Alternativet til å øke egenkapitalen er å innhente lånekapital.

Den mye omtalte finanskrisen, som inntraff for fullt i 2008, førte til likviditetsproblemer for mange selskaper. På grunn av usikkerheten i finansmarkedet har det vært vanskelig for selskaper å få nye lån og å refinansiere gamle. Flere selskaper har også fått vanskeligheter fordi løpende lån må innfris før tiden. Dette skyldes at det er vanlig at lånebetingelser er knyttet opp mot økonomiske nøkkeltall i selskapet.²⁰ De kan for eksempel være knyttet opp mot et

¹⁸ Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s. 112.

¹⁹ Jfr. Myners (2005) s. 18.

²⁰ Jfr. Truyen (2009) s. 29.

panteobjekts verdi, eller at egenkapitalen må være over en viss størrelse. Dersom disse verdiene har sunket slik at kravene i låneavtalen ikke lenger er oppfylt, må lånene innfris.

Styret i aksje- og allmennaksjeselskap har plikt til å sørge for forsvarlig organisering av selskapet, og de skal holde seg orientert om selskapets økonomiske stilling.²¹ I RG 1996 s. 491 sies det følgende:

Hvor aksjekapitalen er tapt, påligger det ledelse og styre et betydelig ansvar ved å fortsette virksomheten. Fortsatt virksomhet må forutsette at man konkret arbeider for driftsmessige resultatforbedringer, kombinert med innsats for refinansiering i form av ny egenkapital og redusert gjeld.

Det vil normalt være ønskelig for aksjonærer og styret å fortsette driften, og styret må da igangsette tiltak for å innhente kapital, jfr. styrets handleplikt ved tap av egenkapital etter asl/asal § 3-5. Når lånemarkedet er vanskelig, kan kapitalbehovet løses ved å innhente egenkapital. Egenkapitalmarkedet rammes imidlertid ofte hardt i krisetider.

Dersom selskapet mangler kapital til å dekke løpende forpliktelser, kan det være at dette skyldes at styret ikke har hatt tilfredsstillende kontroll over økonomien. Dette kan i så fall medføre at styret kan bli erstatningsansvarlige.²² Uavhengig av om kapitalmangelen i selskapet kan lastes styret eller skyldes andre faktorer, kan det være ønskelig for styret å styrke selskapets økonomi ved å foreta en emisjon. Jo mer prekært kapitalbehovet er, og jo vanskeligere kapitalmarkedet er på dette tidspunktet, desto vanskeligere kan det bli å skaffe tilveie den tiltrengte kapitalen.

Om og til hvilke betingelser en emisjon kan gjennomføres avhenger av hvordan markedet for å tegne de nye aksjene er. Dårlige økonomiske tider vil påvirke markedet. Finanskrisen har ført til at selskap kan ha behov for å innhente kapital, samtidig som kapitalmarkedene

²¹ Jfr. asl/asal § 6-12 (1) og (3).

²² Jfr. asl/asal § 17-1.

har vært svært vanskelige. Disse forholdene påvirker betingelsene²³ for emisjonen. Når styret anser kapitalbehovet for å være akutt, vil ofte betingelsene emisjon kan gjennomføres til komme under press.²⁴ Kapitalbehovet kan for eksempel medføre at de ser seg nødt til å godta en svært lav emisjonskurs. Finanskrisen aktualiserer derfor problemstillingen om styret står fritt til å bestemme emisjonsbetingelsene.

2.2 Beslutning om emisjon

Hovedregelen er at kapitalforhøyelse vedtas av generalforsamlingen. Økningen av aksjekapitalen må innføres i selskapets vedtekter, og krever tilslutning fra minst to tredeler av både de avgitte stemmer og den aksjekapital som er representert på generalforsamlingen.²⁵ Et slikt flertall kan altså beslutte at det skal gjennomføres en emisjon selv om mindretallet er imot. Beslutning om kapitalforhøyelse antas å avhenge av medvirkning fra styret,²⁶ det vil si at generalforsamlingen ikke på eget initiativ kan fatte beslutning om en emisjon. Styret skal fremlegge et begrunnet forslag til emisjon, samt forslag til de vedtektsendringer som er påkrevd, jfr. asl/asal § 10-3 (1). Generalforsamlingens beslutning kan ikke forbigå fortrinnsretten i større utstrekning enn det styrets forslag går ut på.²⁷

I aksjeselskap kan bare aksjeeierne eller bestemte navngitte personer gis adgang til å delta på emisjonen.²⁸ For allmennaksjeselskap gjelder ikke tilsvarende begrensning, og emisjonen kan således rettes mot allmennheten.

²³ For eksempel favørkurs, jfr. pkt. 2.5.2.

²⁴ Jfr. Truyen (2009) s. 29.

²⁵ Jfr. asl/asal § 10-1 jfr. § 5-18 (1).

²⁶ Jfr. Andenæs (2006) s. 514 og Aarum (1994) s. 405.

²⁷ Jfr. Andenæs (2006) s. 514.

²⁸ Jfr. asl. § 10-1 (1) 3. pkt.

Aksjonærene har fortrinnsrett til å tegne aksjer ved emisjon i samme forhold som de er eiere fra før av, jfr. asl/asal § 10-4 (1). Generalforsamlingen kan imidlertid beslutte at fortrinnsretten skal fravikes, jfr. asl/asal § 10-5. Beslutningen om dette krever samme flertall som for vedtektsendring. Dette medfører altså at et mindretall av aksjonærene kan ha et ønske om å delta i emisjonen, men bli forbigått fordi majoriteten ønsker å rette emisjonen mot enkelte aksjonærer eller tredjemenn.

2.3 Fullmakt til styret

Generalforsamlingen kan også beslutte å gi styret fullmakt til å foreta kapitalforhøyelse, jfr. asl/asal § 10-14 (1). Dette er et unntak fra hovedregelen om at generalforsamlingen selv må fatte beslutningene. Det har etter hvert blitt vanlig at generalforsamlingen gir styret slik fullmakt,²⁹ og det har også blitt forholdsvis vanlig at fullmaktene gir adgang til å fravike aksjonærenes fortrinnsrett til å tegne aksjer ved emisjon. Beslutning om å gi styret fullmakt krever samme flertall som for vedtektsendring.³⁰ Når styret har fullmakt til å foreta emisjon kan det foreta de vedtektsendringer som kapitalforhøyelsen gjør påkrevd, jfr. § 10-19 (2).

Asl/asal § 10-14 (2) lister opp minstekrav til hva fullmakten må inneholde. Den må angi det beløpet aksjekapitalen i alt kan forhøyes med, hvor lang tid fullmakten gis for, om aksjonærenes fortrinnsrett kan fravikes og om den omfatter innskudd i annet enn penger. Styrefullmakten kan ikke gjelde et større beløp enn at det samlede pålydende av aksjer som kan utstedes etter fullmakten, ligger innenfor halvdelen av aksjekapitalen på den tid da fullmakten ble registrert, jfr. bestemmelsens tredje ledd. Fullmakten skal angi om den kan brukes ved fusjon. Hvis det ikke er tilfelle, vil fusjon ikke kunne besluttes etter fullmakten.³¹

²⁹ Jfr. Woxholth (2004) s. 116 og Gjems-Onstad (1999) s. 173.

³⁰ Jfr. asl/asal § 10-14 (1)

³¹ Jfr. Andenæs (2006) s. 533.

Asl/asal § 10-1 angir hva generalforsamlingens emisjonsbeslutning må inneholde. Styrets emisjonsbeslutning må fylle de samme kravene til innhold som generalforsamlingens emisjonsbeslutning, jfr. asl/asal § 10-17 (1). Et av innholdskravene er at beslutningen må fastsette emisjonskursen. I allmennaksjeselskap har generalforsamlingen adgang til å fastsette et kursintervall som styret må holde seg innenfor ved gjennomføringen av emisjonen.³² I aksjeselskap er det ikke adgang til dette. I begge selskapsformene kan generalforsamlingen fastsette en bestemt kurs eller et intervall i fullmakten. Det er derimot ikke noe krav om at dette gjøres. Truyen skriver at i praksis vil likevel generalforsamlingen ofte fastsette en emisjonskurs eller et prisintervall for denne.³³ Ved gjennomgang av generalforsamlingsvedtak på nettsiden til Oslo Børs, finner jeg imidlertid at det er ofte at generalforsamlingen ikke legger noe bånd på styrets adgang til å fastsette kurs.

2.3.1 Eksempel på utforming av fullmakt

Under følger beslutning fra generalforsamlingen i det børsnoterte selskapet Mamut ASA om å gi styret fullmakt. Mamut ASAs fullmakt er utvalgt fordi den er egnet til å vise hvordan fullmakter kan og blir utformet. Mange fullmakter er utformet på tilsvarende måte.

Styret i Mamut ASA gis fullmakt iht allmennaksjeloven § 10-14 til å forhøye aksjekapitalen med inntil NOK 5.500.000 ved en eller flere emisjoner. Av det samlede fullmaktsbeløp skal inntil NOK 2.000.000 kunne benyttes i forbindelse med innløsning av opsjoner utstedt av selskapet. Øvrig fullmaktsbeløp på NOK 3.500.000 [sic] kunne benyttes ved øvrig behov for utstedelse av ny aksjekapital. Ved bruk av fullmakten kan styret treffe vedtak om at aksjonærenes fortrinnsrett til å tegne aksjer iht allmennaksjeloven § 10-4 skal fravikes. Fullmakten omfatter også beslutning om kapitalforhøyelse mot innskudd i andre eiendeler enn penger, jf. allmennaksjeloven § 10-2. Dersom selskapets aksjekapital endres ved fondsemisjon endres denne fullmakten slik at det totale beløp aksjekapitalen kan forhøyes med justeres tilsvarende.

Fullmakten gjelder fram til ordinær generalforsamling i 2010.

³² jfr. asl/asal § 10-1 (2) nr. 3.

³³ Truyen (2005) s. 373.

Fullmakten er ment som et eksempel, og den vil bli vist til videre i oppgaven.

2.4 Positive og negative sider ved adgangen til å gi styrefullmakt

Adgangen til å gi styret fullmakt til å vedta emisjon ble innført i aksjeloven av 1976. I Ot.prp. nr. 19 (1974–1975) punkt 4.4.1 står følgende:

Den viktigste nyhet i dette kapittel er utvilsomt §§ 4-8 og 4-9 hvoretter generalforsamlingen kan gi styret fullmakt til å forhøye aksjekapitalen. Under høringen har det vært meget stor interesse for denne oppmyking av de gjeldende bestemmelser.

Bestemmelsen som ga adgang til å gi styret fullmakt var etterlengtet, og hjemmelen blir flittig benyttet. Generalforsamlingen står fritt til å legge føringer i fullmakten.³⁴ Dette kan som nevnt være føringer for emisjonskursen, eller det kan for eksempel gjelde hvilke formål fullmakten skal benyttes til. I mange tilfeller legges det begrenset med slike føringer, noe eksempelet i punkt 2.3.1 illustrerer. Dette gir fleksibilitet for styret, men har også sine mer betenkelige sider. I det følgende går jeg inn på noen fordeler og ulemper for aksjonærene ved å gi fullmakt til styret. Noen av poengene som tas opp i det følgende blir også behandlet i kapittel 4.

2.4.1 Betydningen av tidsaspektet

Hvor lang tid som går med til å gjennomføre emisjonen, kan være av vesentlig betydning av flere grunner. Det kan oppstå et akutt kapitalbehov, som gjør at kapital må innhentes raskt for å berge selskapet. En annen årsak er at i noen bransjer kan mulighetene for å innhente egenkapital oppstå og forsvinne raskt.³⁵ Videre finansiering vil derfor være avhengig av at styret har anledning til å gripe mulighetene når de oppstår. I Ot.prp. nr. 36 (1993–1994) uttaler aksjelovgruppen at den legger vesentlig vekt på de praktiske behovene

³⁴ Jfr. Heffermehl (2002) s. 48.

³⁵ Myners (2004) s. 22 om bioteknologisektoren.

selskapene kan ha for å kunne delegere kompetansen til styret, blant annet av tidshensyn, og de peker på at det internasjonale aksjemarkedet gjør det påkrevet med regler som sikrer fleksibilitet og raske beslutninger.³⁶

Dersom styret mener emisjon bør gjennomføres og de ikke har fullmakt til å beslutte dette selv, må det avholdes ekstraordinær generalforsamling. Styret må da sende innkalling og begrunnet forslag om emisjon. Innkalling må i aksjeselskap sendes senest en uke før møtet avholdes,³⁷ allmennaksjeselskap senest to uker før,³⁸ og i børsnoterte allmennaksjeselskaper senest 21 dager før.³⁹ Dersom styret på forhånd har fått fullmakt til å gjennomføre emisjonen er det ikke nødvendig med ekstraordinær generalforsamling, og dette er derfor tidsbesparende.

I det følgende redegjør jeg for hvorfor det er tidsbesparende å forbigå fortrinnsretten ved en emisjon. Dette gjelder selvsagt uavhengig av om det er styret eller generalforsamlingen som fatter beslutningen. Det er imidlertid kun ved emisjonsfullmakt til styret at man samtidig kan unngå innkallingsfristen.

Det følger av asl/asal § 10-1 (2) nr. 5 at ved fortrinnsrettsemisjon må fristen for tegning av aksjer ikke settes kortere enn to uker. Aksjonærene må ha tid til å vurdere om de ønsker å benytte seg av fortrinnsretten, og til å få ordnet med finansiering.

Det er også andre grunner til at det er tidsbesparende om fullmakten gir adgang til å fravike fortrinnsretten. Verdipapirhandelloven (vphl) inneholder bestemmelser om når det må utformes prospekt. Dette er både en tid- og kostnadskrevende prosess, og emisjoner blir da

³⁶ Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s. 114, i forbindelse med spørsmål om styrefullmakt til å gi lån som gir fordringshaveren rett til å kreve aksjer utstedt i selskapet.

³⁷ Jfr. asl § 5-10 (2).

³⁸ Jfr. asal § 5-10 (2).

³⁹ Jfr. asal § 5-11 b (2) nr. 1.

underlagt kontroll av børsen.⁴⁰ Det følger av vphl § 7-2 at prospekt må utformes når emisjonen er åpen for 100 personer eller flere i det norske verdipapirmarkedet, og gjelder et beløp på minst 100 000 euro beregnet over en periode på 12 måneder. En emisjon som holder seg under beløpsgrensen og er rettet mot færre enn 100 personer ligger altså utenfor bestemmelsen, og gjør det dermed mulig å innhente kapital raskere ved at prospektplikten unngås. Et annet aspekt som kan gjøre rettede emisjoner fordelaktig når det er knapt med tid, er at innkrevingsprosessen normalt er enklere. En skal da kreve inn innskudd fra færre og ofte mer profesjonelle aktører. At samtlige som tegner aksjer betaler raskt er av betydning fordi kapitalforhøyelsen ikke kan registreres i Foretaksregisteret før hele beløpet har kommet inn.⁴¹

For børsnoterte selskap vil det på grunn av bestemmelsene om innkalling ta minst tre uker å gjennomføre emisjonen, og med fortrinnsrett for aksjonærene vil det ta minst fem uker. Der styret har fullmakt til å foreta en rettet emisjon vil det være mulig å gjennomføre den på en dag eller to. Det utgjør derfor en stor forskjell om styret er tildelt fullmakt til å beslutte emisjoner.

2.4.2 Forutberegnelighet kontra fleksibilitet

Ved at generalforsamlingen overfører sin myndighet til styret, kan styret selv velge om emisjon skal gjennomføres. Dette kan medføre en ulempe for aksjonærene i den forstand at de mister kontrollen over når og eventuelt til hvilke betingelser emisjonen gjennomføres. De gir dermed avkall på den forutberegneligheten de har når de selv tar stilling til emisjonsspørsmålet. Dette gjelder for større aksjonærer, ettersom minoritetsaksjonærer uansett ikke vil ha kontroll med utfallet av avstemningen. Også minoriteten får imidlertid mindre kontroll over emisjonen, og de får ikke anledning til å uttale seg om emisjonen slik de får på en generalforsamling. De får riktignok uttale seg om forslaget om å gi fullmakt, men ikke om et konkret forslag til en emisjon.

⁴⁰ Fra 1. mai overføres kontrollmyndigheten fra Børsen til Finanstilsynet.

⁴¹ Jfr. asl/asal § 10-9 (2).

At generalforsamlingen gir fra seg denne kontrollen har også sine positive sider.

Aksjonærene kan være tjent med at styret står mest mulig fritt til å foreta emisjon på det tidspunktet det er mest hensiktsmessig. I tider med økonomisk ustabilitet kan det være en fordel at styret har mulighet til å handle raskt. En fullmakt som gir adgang til å fravike fortrinnsretten overfører en enda større del av kontrollen til styret, og gir styret større fleksibilitet i forhold til å rette emisjoner mot aktuelle investorer.

2.5 Virkninger av emisjon

Til aksjene er det knyttet organisatoriske og økonomiske rettigheter. En konsekvens av en emisjon er at aksjonærene risikerer å få utvannet sine selskapsandeler. Ved en emisjon utstedes nye aksjer i selskapet. Dersom en aksjonær ikke tegner aksjer, eller tegner seg for en mindre andel enn han tidligere var eier av, blir han eier av en mindre del av selskapet enn før emisjonen. Det følger av ansvarsbegrensningen i aksjeselskap og allmennaksjeselskap at aksjonærene ikke er ansvarlige for mer enn innskuddet.⁴²

Aksjonærene kan derfor ikke pålegges å delta på en emisjon. Det kan like fullt være at de føler seg tvunget til å delta, dersom de vil forhindre at aksjeposten utvannes. Når det gjennomføres en rettet emisjon mot tredjemenn eller enkelte aksjonærer, får de aksjonærene som ikke får tegne aksjer sine aksjeandeler utvannet.

2.5.1 Organisatoriske rettigheter

De organisatoriske rettighetene tilknyttet aksjene kan for eksempel være retten å kreve granskning etter asl/asal § 5-25. En viktig rettighet er retten til å stemme på generalforsamling. Når en aksjonær ikke gis adgang til å tegne aksjer, blir vedkommendes stemmeandel utvannet i den utstrekning det utstedes nye aksjer. Aksjonærens innflytelse i selskapet vil da minske, og han har mindre mulighet til å påvirke viktige beslutninger som foretas på framtidige generalforsamlinger. Dette kan for eksempel gjelde hvor stort utbytte

⁴² Jfr. asl/asal § 1-2.

som skal tas ut. Utvanning av stemmeandel har dermed også stor innvirkning på aksjonærers økonomiske interesse i selskapet.

Utvanningen får størst konsekvenser der den fører til at maktbalansen i selskapet endres.

⁴³ Dette kan skje hvis en aksjonærpost alene får alminnelig flertall, oppfyller flertallskravet til vedtektsendring, eller der minoriteten mister rettigheter som etter loven krever en viss prosent av aksjekapitalen. En annen sak er at man for å inneha en maktposisjon i et selskap ikke nødvendigvis behøver å inneha den prosentandelen som følger av loven. I et større børsnotert allmennaksjeselskap hvor aksjonærer med mindre poster sjelden møter på generalforsamlingen, vil en aksjonær kunne utgjøre et alminnelig flertall selv om vedkommende har godt under 50 prosent av aksjene i selskapet.

2.5.2 Økonomiske rettigheter

Aksjene er knyttet opp mot en ideell nettoppart av selskapet, og aksjene representerer en andel av de underliggende verdiene i selskapet. Aksjene er også knyttet opp mot framtidig mulighet for utdeling. Dersom det tilføres mindre kapital ved nytegningen enn det aksjene er verdt, vil de økonomiske rettighetene til aksjonærene som ikke tegner aksjer utvannes. Dersom emisjonskursen settes så lavt at det på denne måten gis rabatt, vil de underliggende verdiene per aksje reduseres. Verdier kan således overføres fra de aksjonærene som ikke tegner aksjer til de som gjør det. En slik rabatt kalles favørkurs.⁴⁴

For å avgjøre om emisjonskursen innebærer favørkurs, må man se verdien av innskuddet opp mot verdien av aksjene. I et børsnotert selskap vil aksjekursen være en god indikator på aksjenes verdi. Situasjonen vil være annerledes der omfanget av aksjesalg er lite, for eksempel i et unotert aksjeselskap der få eiere har hatt kontroll med aksjene over lang tid. Da vil det ikke finnes noen kurs som gjenspeiler aksjenes verdi, og her vil det med andre ord ikke være et fungerende marked for aksjene. Der markedskursen ikke gir et riktig bilde

⁴³ Truyen (2005) s. 384 redegjør for hvordan maktbalansen kan forskyves.

⁴⁴ Jfr. Truyens begrepsbruk.

av aksjenes verdi, vil en måtte foreta en vurdering av de underliggende verdiene. Flere verdsettelsesprinsipper kan her tenkes anvendt.⁴⁵ Denne vurderingen går jeg imidlertid ikke nærmere inn på her.⁴⁶

Det er når det innhentes større beløp at utvanningen særlig får effekt. Innhenting av mindre beløp forskyver verdiene kun i liten grad. Fullmakten angir ofte hvor stort beløp som kan innhentes. En lovpålagt begrensning ligger også i at fullmakten ikke kan gjelde et større beløp enn at det samlede pålydende av aksjer som kan utstedes etter fullmakten ligger innenfor halvdelen av aksjekapitalen på den tid da fullmakten ble registrert.⁴⁷

Emisjonen igangsettes fordi selskapet ønsker å innhente en viss mengde kapital. For at emisjonen skal få ønsket effekt er det derfor viktig at et tilstrekkelig antall av aksjene tegnes. For å sikre fulltegning kan det være at tegningskursen må settes lavt.⁴⁸ Det kan være flere årsaker til at kursen må settes lavere enn gjeldende kurs. Når det er lite kapital i markedet, kan det være vanskelig å finne noen som ønsker å tegne aksjer. Det vil ta en viss tid fra man tegner seg i en emisjon til en bestemt kurs og til aksjene utstedes. Tegneren har derfor risikoen for at markedskursen forandrer seg mellom tidspunktet for tegning og utstedelse av aksjene. For at noen skal være villig til å tegne ved emisjon, må kursen derfor gjerne ligge noe under markedskursen. Dersom kapital innhentes fordi det er nødvendig for å sikre videre drift, gjør slike opplysninger det heller ikke lettere å finne noen som er villig til å investere. Dette kan føre til at kursen må reduseres ytterligere.

Etterfølgende kursfall på aksjene vil i utgangspunktet ikke være relevant for misbruksvurderingen i asl/asal § 6-28, siden verdien av aksjene er knyttet opp mot de

⁴⁵ I Rt. 2003 s.713 (Norway Seafood-dommen) går Høyesterett inn på verdsettelsesprinsippene.

⁴⁶ For redegjørelse for hva som må anses som favørkurs, se (Truyen) 2005 s. 378 flg.

⁴⁷ Jfr. asl/asal § 10-14 (3).

⁴⁸ Truyen (2009) s. 29.

underliggende verdiene.⁴⁹ Misbruksvurderingen er omtalt i oppgavens kapittel 3. Selskapets underliggende verdier endres ikke av at kursen svinger opp eller ned. Kurssvingninger vil likevel ha økonomiske konsekvenser. De fleste aksjonærer har et relativt kortsiktig perspektiv, og vil på et tidspunkt gjerne selge aksjene. Det kan også være at dårlige økonomiske tider gjør at en aksjonær ser seg nødt til å selge, og den synkende kursen vil da i realiteten innebære et økonomisk tap.

2.6 Selskapsrettslige prinsipper

I det foregående har jeg vært innom behovet for fullmakt til kapitalforhøyelser og sett på noen av konsekvensene en kapitalforhøyelse kan medføre for aksjonærer. Før jeg går nærmere inn på fullmaktens grenser i kapittel 3, tar jeg for meg noen av de grunnleggende prinsippene i selskapsretten. Prinsippene gjenspeiles i regelverket, og gjelder som tolkningsprinsipper. De er derfor av betydning for vurderingene i den videre framstillingen.

2.6.1 Vinningsformålet

Selskapers hovedformål er å skape gevinst for aksjonærene, og dette prinsippet kan kalles vinningsformålet. Den ene siden av prinsippet er at selskapet skal generere maksimalt overskudd, den andre at overskuddet på sikt skal tilfalle aksjonærene.⁵⁰ Vinningsformålet tilsier en gevinstmaksimering.⁵¹ Det vil si at det er ikke nok at en disposisjon gir fortjeneste, den må innebære optimal bruk av selskapets ressurser.⁵²

For å se om en disposisjon er i tråd med vinningsformålet, må en i mange tilfeller ha et langsiktig perspektiv. En disposisjon som påfører selskapet tap behøver ikke være i strid

⁴⁹ Jfr. Truyen (2005) s. 389.

⁵⁰ Jfr. asl § 1-1 (3) nr. 2 og asl/asal §§2-2 (2).

⁵¹ Truyen (2005) s. 107

⁵² Truyen (2005) s. 107.

med vinningsformålet dersom den er et ledd i en langsiktig strategi som er egnet til å medføre gevinstmaksimering.⁵³

2.6.2 Likhetsprinsippet

Likhetsprinsippet er lovfestet i asl/asal § 4-1. Likhetsprinsippet går ut på at det er like rettigheter tilknyttet aksjene, det vil si at aksjonærer i samme situasjon behandles likt. Aksjonærene skal formelt sett ha like rettigheter, det vil for eksempel si lik fortrinnsrett ved nytegning. Det at en aksjonær får større gjennomslagskraft fordi han eier en stor aksjepost strider ikke med likhetsprinsippet. Likhetsprinsippet gjelder på denne måten mellom aksjene, og ikke aksjonærene som sådan.

Ulik behandling av aksjonærene er tillatt der den er lovhjemlet. Et eksempel på dette er adgangen til å fravike aksjeeierens fortrinnsrett etter asl/asal § 10-5. Det vil si at det er adgang til å beslutte en rettet emisjon selv om dette bryter med likhetsprinsippet.⁵⁴

Som jeg kommer tilbake til i kapittel 3, kan vinningsformålet tale for at likhetsprinsippet brytes. Likhetsprinsippet er kun til hinder for usaklig forskjellsbehandling.⁵⁵

2.6.3 Flertallsprinsippet

Avgjørelser i selskapet tas på generalforsamlingen, og hver aksje gir én stemme.⁵⁶ Minoriteten må normalt finne seg i å bli nedstemt i saker der majoriteten har et annet syn. Krav om enstemmighet ville skapt en lite handlekraftig generalforsamling og en ineffektiv

⁵³ Jfr. Truyen (2005) s. 109.

⁵⁴ I Woxholth (2004) s. 60 uttales at lovhjemlet forskjellsbehandling ikke medfører brudd på likhetsprinsippet. Det er et definisjonsspørsmål om man ser det på den måten, eller om man ser det slik at forskjellsbehandlingen bryter med prinsippet, men er lovlig.

⁵⁵ Jfr. Woxholth (2004) s. 61.

⁵⁶ Med mindre selskapet har aksjeklasser uten stemmerett.

styring av aksjeselskapet. Dette er bakgrunnen for at man i aksjeselskapsretten har et flertallsprinsipp. I motsetning til andre selskapsformer har deltakerne i aksjeselskap og allmennaksjeselskap begrenset ansvar, og dette tilsier at det er naturlig at flertallet avgjør. Der annet ikke er lovbestemt eller bestemt i vedtektene, krever generalforsamlingsbeslutninger alminnelig flertall.⁵⁷ For enkelte beslutninger er det lovfestet et strengere flertallskrav.⁵⁸ Det kan også vedtektsfestes at et strengere flertallskrav skal gjelde for øvrige beslutninger.⁵⁹

2.6.4 Prinsippet om minoritetsvern

Ved avstemninger på generalforsamling er det, som ovennevnt, flertallet som avgjør utfallet. En viktig del av selskapsretten er derfor prinsippet om minoritetsvern, som skal sikre at flertallet ikke skal kunne misbruke sin posisjon. Der en aksjonær er eier av en så stor andel at han alene har kontroll over utfallet av avstemningen, er det spesielt viktig å verne om mindretallsaksjonærene. Regler som verner minoriteten finnes i form av formelle krav, som for eksempel regler som skal sikre forsvarlig saksbehandling,⁶⁰ og generalklausulene i asl/asal.

Både vinningsformålet og likhetsprinsippet kan fungere som minoritetsvern.

Vinningsformålet tilsier at majoriteten ikke fritt kan beslutte at emisjon skal foretas for å innhente kapital til et hvilket som helst formål, og likhetsprinsippet fører til at majoriteten ikke står fritt til kun å gi enkelte aksjonærer anledning til å tegne aksjer i en emisjon.

Selv om det finnes mange regler for å beskytte minoriteten, har den ikke noe krav på representasjon i styret. Styret velges av generalforsamlingen.⁶¹ Dersom en aksjonær

⁵⁷ Jfr. Asl/asal § 5-17.

⁵⁸ Jfr. §§ 5-18 (1) og § 5-19.

⁵⁹ Jfr. Asl/asal §§ 5-18 og 5-19.

⁶⁰ Se om dette i NOU 1996: 3 s. 74.

⁶¹ jfr. asl/asal § 6-3 (1).

kontrollerer mer enn halvparten av aksjene, kan han i utgangspunktet avgjøre sammensetningen av styret. Jeg kommer tilbake til dette i punkt 3.3.

3 Fullmaktens grenser

3.1 Tilnærming til problemstilling

Situasjonen jeg ser på er den når styret beslutter en emisjon etter fullmakt fra generalforsamlingen. Jeg ser ikke på generalforsamlingens beslutning om å tildele fullmakt. Som redegjort for under punkt 2.5 kan emisjonen få store konsekvenser for aksjonærene. Aksjonærene kan være imot hele eller deler av beslutningen. Dette innbefatter tilfeller der aksjonærene mener styrets vurdering av behovet for emisjonen er feil, der de hevder det ikke er grunnlag for å fravike fortrinnsretten, eller der det påstås at emisjonens vilkår er til ugunst for dem.

For generalforsamlingsbeslutninger har aksje- og allmennaksjeloven bestemmelser om søksmålsfrister.⁶² Det er ikke gitt tilsvarende søksmålsfrister for styrevedtak.⁶³ Dersom nytegningen er registrert i Foretaksregisteret, følger det imidlertid av asl/asal § 2-10 annet ledd at det må sterke ugyldighetsgrunner til for at tegningen kan være ugyldig. Det kan derfor ved en emisjonsbeslutning der styret har misbrukt sin myndighet være for sent å påberope seg ugyldighet etter registrering.

I Rt 2001 s.1513 hadde styret i et aksjeselskap tildelt aksjer mot tingsinnskudd i et tilfelle der styrets fullmakt ikke omfattet dette. Spørsmålet var om tildelingen likevel var bindende for selskapet når kapitalforhøyelsen var registrert i Foretaksregisteret. Høyesterett kom til at den fullmaktsoverskridelsen som gjaldt tildeling av aksjer i strid med aksjeloven § 10-14

⁶² Asl/asal § 5-23.

⁶³ Dette ble fastslått i Rt 1990 s.1044 (gjelder aksjeloven av 1976), jfr. også Truyen (2005) s. 373.

annet ledd nr. 4 ikke uten videre falt innenfor de alminnelige avtalerettslige ugyldighetsreglene.

Dommen gir uttrykk for at der styret er klart utenfor fullmakten, er ikke asl/asal § 2-10 (2) nødvendigvis til hinder for at kapitalforhøyelsen kan kjennes ugyldig. Hvorvidt man er utenfor fullmakten beror på en tolkning. Det vil kunne være glidende overganger mellom når en fullmakt er overskredet, og når det er snakk om myndighetsmisbruk innenfor fullmakten. Oppgaven omhandler i hovedsak tilfeller når styret er innenfor fullmaktens ordlyd, og da fører § 2-10 (2) normalt til at man etter registrering er avskåret fra å kunne påberope seg annet enn sterke ugyldighetsgrunner.

Ved rettede emisjoner kan det gå svært kort tid mellom beslutning om emisjon og registrering i Foretaksregisteret. Det kan derfor i praksis være vanskelig for aksjonærene å protestere før registrering. I slike tilfeller kan nok erstatningssøksmål derfor kunne være mer aktuelt for aksjonærer som mener emisjonsbeslutningen krenket deres rettigheter. Av hensyn til oppgavens omfang går jeg ikke videre inn på vilkår for erstatning.

Ugyldighets- og erstatningssøksmål er naturlig nok noe et styre vil ønske å unngå. Det kan oppstå konflikter og uenigheter også der hvor styret har holdt seg innenfor fullmakten, dersom enkelte aksjonærer mener styret misbruker sin myndighet, eller styret beveger seg på kanten av hva de har myndighet til. Det kan derfor være i styrets interesse å på forhånd klarlegge grensene for fullmakten, og å skape klarhet rundt betingelsene for bruk av fullmakten. I den videre framstillingen vil jeg forsøke å klarlegge noen av de begrensinger som finnes for styrets fullmakt. Først ser jeg kort på grensene som finnes i selve fullmakten, og deretter på grensene som følger av asl/asal § 6-28 (1).

I den videre framstillingen forutsetter jeg at både generalforsamlingens beslutning om tildeling av fullmakt og styrets beslutning om emisjon er formelt sett riktig fattet.

3.2 Grenser i selve fullmakten

En fullmakt overfører generalforsamlingens kompetanse til styret. Styret kan altså ikke gjennomføre emisjoner i større utstrekning enn generalforsamlingen har gitt adgang til. Fullmakten kan etter vanlige fullmaktsregler tilbakekalles så lenge styret ikke har forpliktet seg overfor tredjemann.⁶⁴

Utgangspunktet for vurderingen av om styrets beslutning om emisjon er gyldig, er hvorvidt styret har holdt seg innenfor fullmakten. Denne vurderingen beror på en tolkning av generalforsamlingsbeslutningen. Fullmaktens ordlyd vil være inntatt i beslutningen. Når generalforsamlingen har formulert vilkår for styrets myndighet til å beslutte emisjoner, må vilkårene tolkes etter alminnelige avtalerettslige tolkningsprinsipper.⁶⁵

I eksempelfullmakten inntatt i punkt 2.3.1, sies det at inntil 2.000.000 kr skal benyttes i forbindelse med innløsning av opsjoner utstedt av selskapet. Det legges her en klar føring på hvordan denne kapitalen eventuelt skal innhentes. Resten av kapitalen, 3.500.000 kr, skal kunne benyttes ved «øvrig behov for utstedelse av ny aksjekapital.» For denne delen av kapitalen har altså fullmakten en vid ordlyd, den sier ikke annet om til hvilke formål fullmakten skal kunne benyttes, enn at det er ved «øvrig behov». Hva som skal til for at det foreligger et slikt behov, må det bli opp til styret å vurdere. Når aksjonærene i etterkant skal vurdere om styret har holdt seg innenfor fullmakter med slik vid ordlyd, kan det derfor ved tolkningen av fullmakten være vanskelig å finne konkrete holdepunkter for styrets eventuelle fullmaktsoverskridelse.

Styrets forslag til generalforsamlingen med begrunnelse for hvorfor de ønsker fullmakt vil også være en del av tolkningsgrunnlaget. Begrunnelsen kan gi veiledning om hvilke situasjoner generalforsamlingen hadde for øye da de ga styret fullmakten. Dette gjelder spesielt hvis fullmakten selv er uklar eller er vidt formulert. Styret kan for eksempel ha

⁶⁴ Heffermehl (2002) s. 48

⁶⁵ Woxholth (2009) s. 251.

begrunnet behovet for fullmakt med at de ønsker mulighet til å foreta forretningsmessige oppkjøp, eller tilknytte seg selskaper med en bestemt kompetanse. Dette vil da kunne tale mot at fullmakten brukes til å dekke løpende kapitalbehov. Hvor stor vekt styrets forslag og generalforsamlingens forutsetninger skal gis, beror på avtalerettslige tolkningsprinsipper.

Eksempelfullmakten gir styret adgang til å fravike fortrinnsretten, men den gir ingen anvisning på når adgangen skal kunne benyttes. Også dette blir opp til styrets egen vurdering. Ved vidt formulerte fullmakter kan det være vanskelig å påberope seg at styret har gått utenfor fullmakten. I slike situasjoner blir dermed reglene om myndighetsmisbruk spesielt viktige.

3.3 Myndighetsmisbruk etter asl/asal § 6-28 (1)

Generalklausulene i aksjeloven og allmennaksjeloven setter grenser for styrets adgang til å beslutte emisjoner, og jeg skal i det følgende se nærmere på disse grensene. Asl/asal har to generalklausuler mot myndighetsmisbruk. § 5-21 omhandler aksjonærenes myndighetsmisbruk, mens § 6-28 (1) omhandler styrets myndighetsmisbruk. § 6-28 (1) er den aktuelle bestemmelsen dersom det er styrets beslutning man vurderer, og den lyder slik:

Styret og andre som etter §§ 6-30 til 6-32 representerer selskapet, må ikke foreta noe som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning.

I Ot.prp. nr. 19 (1974–1975) fastslås det at generalklausulen også gjelder ved kapitalforhøyelser,⁶⁶ og dette fremgår også av praksis som det vil bli vist til videre i oppgaven.

Hvorvidt styrevedtaket bryter med misbruksreglene må avgjøres etter en konkret helhetsvurdering, basert på rimelighets- og rettferdighetsbetraktninger. I NUT 1970: 1

⁶⁶ Ot.prp. nr. 19 (1974–1975) s. 54.

bemerkes at bestemmelsen om myndighetsmisbruk nødvendigvis må gis en «rund» utforming,⁶⁷ og dette videreføres i 1997-loven.⁶⁸ Det at bestemmelsen er utformet som en generalklausul i stedet for å liste opp hvilke disposisjoner som ikke er tillatt gjør at bestemmelsen kan fange opp mange ulike tilfeller av misbruk. Forarbeidene gir liten veiledning om hvilke hensyn som skal vektlegges i misbruksvurderingen. Den runde utformingen åpner for at domsstolene må klargjøre de nærmere grensene for når misbruk foreligger.

Asl/asal § 6-28 (1) er en kodifisering av den ulovfestede myndighetsmisbrukslæren. Denne ulovfestede læren gjelder ved siden av generalklausulene.

3.3.1 Om vilkårene «egnet» og «fordel»

For det første må emisjonen etter ordlyden i asl/asal § 6-28 være «egnet» til å gi en fordel. Det er altså ikke et vilkår at noen faktisk oppnår en fordel, kun at emisjonen er egnet til dette.

Det andre vilkåret i bestemmelsen er at det må være en «fordel» for aksjonær eller tredjemann på aksjonærenes eller selskapets bekostning. Som jeg kommer tilbake til i neste punkt, er det kun urimelige fordeler som innebærer misbruk etter asl/asal § 6-28.

I myndighetsmisbrukslæren gjelder det ikke et tilsvarende krav til fordel, det vil si at dersom man ikke er innenfor fordelsbegrepets rammer i § 6-28, kan det likevel være mulig å påberope seg myndighetsmisbrukslæren.⁶⁹ Den favner videre enn § 6-28. Ved emisjoner vil imidlertid en ulempe for de krenkede aksjonærer som regel korrespondere med en fordel for visse aksjeeiere eller andre. Det er vanskelig å tenke seg situasjoner hvor aksjonærers rettigheter krenkes uten at dette medfører en fordel for noen. Fordelsvilkåret vil derfor være

⁶⁷ NUT 1970: 1, *til* § 62.

⁶⁸ Jfr. NOU 1996: 3. s. 103, *Til* § 1-11.

⁶⁹ Jfr. Truyen (2005) s. 373 og Andenæs (2006) s. 320.

oppfylt dersom det kan konstateres at emisjonen er egnet til å medføre en krenkelse,⁷⁰ hvilket vil si at det er oppfylt dersom man kan konstatere brudd på vinningsformålet eller likhetsprinsippet. Jeg tar derfor utgangspunkt i § 6-28 og ikke myndighetsmisbrukslæren.

Generalklausulene er en kodifisering av selskapsrettslige rettsgrunnsetninger. Ordlyden «på andre aksjeeieres [...] bekostning» refererer til likhetsprinsippet. Brudd på likhetsprinsippet medfører forskjellsbehandling av aksjonærene.

Ordlyden «på [...] selskapets bekostning», refererer til vinningsformålet. Fordi kursen ikke kan settes lavere enn aksjenes pålydende,⁷¹ og tegningen ikke kan registreres i Foretaksregisteret før beløpet faktisk er innbetalt,⁷² vil aksjenes pålydende tilføres selskapet. Selskapet som sådan kan derfor ikke sies å ha lidt noe tap. Dersom en emisjon overfører verdier til tredjemann, vil imidlertid aksjonærfellesskapet lide tap. Selv om det ikke passer særlig godt inn under ordlyden «på [...] selskapets bekostning» vil en beslutning som strider mot aksjonærfellesskapets økonomiske interesse i selskapet også kunne anses som et brudd på vinningsformålet som rammes av § 6-28.⁷³ Når bestemmelsen ivaretar selskapets interesser innbefatter dette også aksjonærfellesskapets interesser.⁷⁴

Fordelsvilkåret er altså oppfylt dersom emisjonen bryter med likhetsprinsippet eller vinningsformålet på bekostning av enkelte aksjonærer eller aksjonærfellesskapet. Truyen skriver at ved vurderingen av om en forskjellsbehandling krenker prinsippene, må

⁷⁰ Jfr. Truyen (2005) s. 374, som om rettede emisjoner skriver «[e]n ulempe for de krenkede aksjonærer vil alltid korrespondere med en fordel for ”visse aksjeeire eller andre”.»

⁷¹ Jfr. asl/asal § 2-12 (1).

⁷² Jfr asl/asal § 10-12 (3), jfr. § 10-9.

⁷³ Jfr. Truyen (2010).

⁷⁴ Jfr. Truyen (2010).

virkningene av forskjellsbehandlingen sammenlignes med en tenkt idealnorm.⁷⁵ Denne idealnormen sikter til beslutningen slik den burde vært dersom den var helt i tråd med vinningsformålet og likhetsprinsippet, og i den utstrekning styrets handling viker fra denne idealnormen vil fordelsvilkåret være oppfylt.

Likhetsprinsippet innebærer, som redegjort for i punkt 2.6.2, at aksjene gir like rettigheter. Kravet til likebehandling i generalklausulen overlapper imidlertid det generelle likhetsprinsippet i selskapsretten,⁷⁶ og favner videre. Etter generalklausulen har ikke aksjonærene bare rett til likebehandling ved handlinger som endrer forholdet mellom aksjene, men også andre handlinger som kan føre til forskjellsbehandling.⁷⁷

3.3.2 Nærmere om emisjoner som bryter med likhetsprinsippet

En emisjon bryter med likhetsprinsippet når kun utvalgte aksjonærer gis rett til å tegne ved en rettet emisjon, eller dersom aksjonærene får tegne på ulike vilkår. En emisjon kan medføre forskjellsbehandling for aksjonærene ved at organisatoriske eller økonomiske rettigheter utvannes. Utvanning av organisatoriske rettigheter endrer rettighetsforholdet mellom aksjene, og bryter dermed med det generelle likhetsprinsippet. Ved økonomisk utvanning endres ikke forholdet mellom aksjene. Slik utvanning bryter uansett med generalklausulens krav til likhet, jfr. pkt. 3.3.1. ovenfor.

For å konstatere forskjellsbehandling i forhold til organisatoriske rettigheter må en se på hvem som har fått adgang til å tegne aksjer, det vil si om fortrinnsretten er fraveket. Det er ikke relevant om aksjonærene ønsket å benytte seg av adgangen til å tegne aksjer eller ikke, det avgjørende er om de faktisk ble gitt mulighet til det.⁷⁸ Dersom en emisjon rettes mot

⁷⁵ Jfr. Truyen (2005) s. 385.

⁷⁶ Truyen (2005) s. 105.

⁷⁷ Woxholth (2004) s. 61.

⁷⁸ Situasjonen vil kunne være annerledes dersom aksjonæren på forhånd har gitt uttrykk for å ikke ville delta på en emisjon, jfr. gjennomgangen av rettspraksis i punkt 3.4.2.

noen som ikke er aksjonær fra før, bryter ikke dette med likhetsprinsippet. Da blir alle aksjonærene utvannet i samme forhold, og man står da igjen med en vurdering av om dette er i tråd med vinningsformålet. Jeg kommer tilbake til dette i punkt 3.3.4.

Likhetsprinsippet er sentralt i selskapsretten, og har kommet til uttrykk i flere regelverk. Blant annet er likebehandling av aksjonærene et krav etter kapitaldirektivet artikkel 42, som etter EØS-avtalen gjelder for norske allmennaksjeselskap.⁷⁹ Også i vphl er det hjemlet et krav om likebehandling. § 5-14 lyder som følger:

- (1) Utstedere av finansielle instrumenter opptatt til handel på norsk regulert marked, skal likebehandle innehaverne av deres finansielle instrumenter. Utsteder må ikke utsette innehaverne av de finansielle instrumentene for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut fra utstедers og innehavernes felles interesse.*
- (2) I forbindelse med omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike, må utstедers styrende organer, tillitsvalgte eller ledende ansatte ikke treffe tiltak som er egnet til å gi dem selv, enkelte innehavere av finansielle instrumenter eller tredjemenn en urimelig fordel på bekostning av andre innehavere eller utsteder. [...]*

En tilsvarende bestemmelse finner vi i *løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper* ved Oslo Børs punkt 2.1. Også i børsforskriften § 23-8 som gjaldt fram til 1. januar 2008 fantes en bestemmelse med tilsvarende innhold.⁸⁰

Vurderingen av likhetskravet etter børsforskriften / pkt. 2.1 i de løpende forpliktelsene blir noe ulik vurderingen av likhetsprinsippet etter aksjeloven/allmennaksjeloven. Førstnevnte har et påbud om likebehandling som utgangspunkt for vurderingen, mens asl/asal § 6-28 (1) har et forbud mot urimelig forskjellsbehandling. Det kan derfor være at børsnoterte selskaper kan ha en strengere plikt til likebehandling av selskapets aksjonærer enn det som følger av asal § 6-28 (1). Børsens vurdering av om kravet til likebehandling er brutt kan likevel gi informasjon som er relevant for misbruksvurderingen etter asl/asal.

⁷⁹ Nærmere om dette i Truyen (2004b).

⁸⁰ Bestemmelsen er relevant i forhold til praksis som vil bli gjennomgått i punkt 3.4.2.

3.3.3 Nærmere om emisjon der tegneren gis favørkurs

Når en emisjon rettes mot enkelte aksjonærer, forsterkes krenkelsen av de resterende hvis de utvalgte aksjonærene tilbys å tegne til favørkurs. Aksjonærene som ikke deltar i emisjonen kan derfor ha innsigelser mot at emisjonskursen settes for lavt.

Ved spørsmål om for eksempel salg av selskapets eiendel til en tredjemann medfører en fordel, ser man på om det kjøper betaler tilsvarende det eiendelen er verdt. Ved emisjon er vurderingen mer komplisert, det kan være vanskelig å beregne verdien av de organisatoriske og økonomiske rettighetene aksjene representerer. Som jeg var inne på i punkt 2.5.1 går jeg ikke inn på verdsettelsesprinsippene.

Det foreligger ingen oversikt over rabatt gitt ved emisjoner på Oslo Børs, og jeg bruker derfor statistikk fra Stockholm børs gjengitt i boka *Nyemissioner av aktier*. Markedene er sannsynligvis ikke altfor ulike, slik at denne statistikken kan gi en indikasjon på forholdene i Norge. I 2000–2001 ble det gjennomført drøyt 60 rettede kontantemisjoner på Stockholm børs. Rabatten fordelte seg på følgende måte:⁸¹

Ca ¼ uten rabatt

Ca ¼ med rabatt på 1–5 %

Ca ¼ med en rabatt på 5–10 %.

5 tilfeller med rabatt på over 10 %

Rabatten er beregnet som forholdet mellom emisjonskursen og sluttkursen på børsen dagen før offentliggjøringen av emisjonen. Ved 75 prosent av de rettede emisjonene ble det altså gitt rabatt. Dette viser at det ofte må gis rabatt for å sikre fulltegning.

⁸¹ Statistikken er inntatt i *Nyemissioner av aktier* (2004), s. 23–24.

Når utvalgte aksjonærer tilbys å tegne til favørkurs, vil fordelsvilkåret som nevnt være oppfylt. Et annet spørsmål er om vilkåret også kan være oppfylt der alle aksjonærene tilbys tegning til favørkurs. Selv om alle aksjonærene formelt sett gis lik adgang til å delta, er det ikke sikkert at alle i praksis har anledning til å delta på emisjonen. Utgangspunktet er at hver aksjonær har risikoen for egen økonomi, og at favørkursen dermed ikke anses som en fordel. Dette kan stille seg annerledes dersom styret er klar over at enkelte av aksjonærene på et gitt tidspunkt ikke har muligheten til å delta, og benytter denne kunnskapen til å beslutte emisjon på et slikt tidspunkt.

Det følger ansvarsbegrensningen⁸² at aksjonærene ikke kan pålegges å betale inn mer enn innskuddet de betalte for å bli deltagere i selskapet. Dersom styret setter en lav emisjonskurs kan dette føre til at aksjonærene nærmest blir tvunget til å delta. Om aksjonæren likevel velger å ikke delta, vil hans aksjer representere en forholdsmessig mindre andel av de underliggende verdiene i selskapet. Dette tilsier at det kan finnes en nedre grense for hvor lavt kursen kan settes. Dette gjelder i alle fall der det ikke er et marked for å selge tegningsretter.⁸³

3.3.4 Nærmere om vinningsformålet ved emisjonsbeslutningen

Hvorvidt vinningsformålet taler for at det skal gjennomføres en emisjon beror på hva som tjener gevinstmaksimering på kort og lang sikt.

Utgangspunktet blir en vurdering av behov for kapitaltilførsel, og hvor stort dette eventuelt er. Ved en emisjon der selskapet har kapitalmangel, vil derfor vinningsformålet tale for at det innhentes penger. Dersom styret ikke har en forretningsmessig grunn for å innhente mer kapital, taler ikke vinningsformålet for emisjon.

⁸² Jfr. asl/asal § 1-2.

⁸³ Jfr. Nyemissioner av aktier (2004) s. 15. Som skriver at «man kan oneckligen fråga sig vilket utrymme det finns för en rabatt i ett bolag der det inte finns någon marknad för teckningsrätterna.»

Der en emisjon rettes mot tredjemann, bryter den med vinningsformålet dersom den overfører verdier fra aksjonærfellesskapet til tredjemann, og dette ikke i et langsiktig perspektiv er egnet til å føre til gevinstmaksimering. Det kan forutsettes at aksjonærene ikke ønsker at en disposisjon overfører verdier til tredjemann. En emisjon rettet mot andre aksjonærer kan overføre verdier fra enkelte aksjonærer til andre, men ettersom en slik emisjon bryter med likhetsprinsippet trenger man ikke gå veien om vurderingen av vinningsformålet. Vinningsformålet kan også brytes der emisjonen er en fortrinnsrettsemisjon, men hvor formålet med emisjonen ikke er egnet til å innebære en gevinstmaksimering.

Emisjon til favørkurs overfører verdier til tredjemann, og bryter derfor i et kortsiktig perspektiv med vinningsformålet. Favørkurs er likevel i tråd med vinningsformålet dersom emisjonen gir gevinstmaksimering på sikt. Dette kan være tilfelle der emisjonen gjennomføres som ledd i en refinansieringsprosess i et selskap med svekket økonomi, eller der selskapet ønsker å knytte til seg nøkkelpersonell med høy kompetanse.

Når man skal se på fordelene emisjonen er egnet til å medføre, må man ta utgangspunkt i kapitalen som innhentes ved emisjonen. Hvor stor fordel denne pengesummen kan sies å utgjøre vil imidlertid variere etter hvor stort behov selskapet har for pengene, og hva de skal benyttes til. Det er forskjell på om styret ønsker kapital til å sette i gang nye prosjekter, eller om kapital er nødvendig for å klare å opprettholde normal drift av selskapet.

3.4 Urimelighetsvilkåret i asl/asal § 6-28 (1)

Etter at en har konstatert at emisjonsbeslutningen er egnet til å medføre en fordel for visse aksjeeiere eller tredjemenn på en eller flere aksjeeieres eller aksjonærfellesskapets bekostning, enten dette skyldes at den strider mot vinningsformålet eller likhetsprinsippet, må en ta stilling til hvorvidt fordelene er urimelige. Det er kun hvis urimelighetsvilkåret er oppfylt at styrets handling regnes som myndighetsmisbruk etter asl/asal § 6-28 (1).

Generalklausulens formål er kun å ramme det kvalifiserte misbruk, det innebærer at ikke enhver forskjellsbehandling av aksjonærene vil være myndighetsmisbruk.

Utgangspunktet er at styret ikke kan vedta at emisjon skal skje til favørkurs. Aksjonærenes økonomiske rettigheter kan bare utvannes med samtykke fra alle berørte aksjonærer.⁸⁴

Urimelighetsvurderingen åpner likevel for at det kan gis favørkurs der det er saklig grunn for det.⁸⁵ Det er også et utgangspunkt at aksjonærene skal behandles likt, men likhetsprinsippet kan tilsidesettes dersom vinningsformålet taler sterkt nok for dette.

Urimelighetsvurderingen kan deles i to. For det første må det vurderes om styrets skjønnsmargin er overtrådt, jfr. punktet nedenfor, og for det andre må det tas stilling til om styret hadde saklig grunn til å krenke aksjonærenes rettigheter, jfr. punkt 3.4.2.⁸⁶

Førstnevnte vurdering innebærer en differansebetragtning. For å konstatere urimelighet må man se på differansen mellom styrets faktiske handlinger og hvordan de skulle ha handlet i tråd med vinningsformålet og likhetsprinsippet.⁸⁷ Selv om et slikt avvik kan konstateres, kan andre hensyn gjøre at avviket likevel er rimelig.⁸⁸ Dersom det finnes en saklig grunn, innebærer ikke beslutningen myndighetsmisbruk selv om beslutningen er utenfor styrets skjønnsmargin. I Ot.prp. nr. 19 (1974–1975) sies det at beslutninger som er egnet til å gi aksjeeiere eller andre en fordel, må bygge på et «saklig forsvarlig grunnlag.»⁸⁹

Vurderingen av om styret er utenfor skjønnsmarginen og vurderingen av saklighetsvilkåret kan i noen grad være sammenfallende, og det er ikke vanntette skott mellom dem. I noen

⁸⁴ Jfr. Truyen (2005) s. 269.

⁸⁵ Jfr. Truyen (2005) s. 269.

⁸⁶ For nærmere redegjørelse for denne modellen, se Truyen (2005) s. 262.

⁸⁷ Truyen (2005) s. 262.

⁸⁸ Truyen (2005) s. 263.

⁸⁹ Ot.prp. nr. 19 (1974-75) s. 112 jfr. s. 136.

rettsavgjørelser skilles det mellom vurderingene,⁹⁰ men ofte foretas det en totalvurdering uten at det redegjøres for noe skille. Skillet kan imidlertid ha betydning i ett henseende, og det er i forhold til bevisbyrden. I en eventuell tvist har den som angriper vedtaket bevisbyrden for at handlingen er egnet til å gi noen en fordel, altså at det er et visst avvik fra idealnормen. Det er imidlertid selskapet som må bevise at styret hadde en saklig grunn for sin handlemåte. Det vil derfor kunne ha avgjørende betydning om man befinner seg innenfor styrets skjønnsmargin eller har beveget seg over i saklighetsvurderingen.⁹¹ Truyen skriver at skillet først og fremst er av pedagogisk art. På grunn av at skillet kan ha betydning for bevisbyrdereglene, og fordi det gir et hensiktsmessig oppsett, har jeg valgt å skille de to vurderingene i oppgaven.

3.4.1 Styrets skjønnsmargin

Styret har en skjønnsmargin, og innenfor denne marginen kan styremedlemmene handle uten å måtte påvise en saklig grunn for hvorfor de har handlet som de gjorde. Har styret overtrådt skjønnsmarginen, må man derimot ta stilling til om de hadde en saklig grunn.

Effektivitets- og fleksibilitetshensyn tilsier at styret bør ha en viss skjønnsmargin. Da vil styret slippe diskusjon om bagateller. Det ville vært ineffektivt om styret ved mindre beslutninger måtte konsultert aksjonærene for å vite om de var enige i avgjørelsen deres. Hensynet til minoriteten taler for det motsatte, at marginen for hva styret fritt kan foreta seg ikke bør være for vid.⁹² Fastsettelse av marginen innebærer derfor en avveining mellom disse hensynene.

⁹⁰ Se for eksempel Rt 1991 s. 892 og LG-1997-00795. Rettsavgjørelsene er av også av Truyen brukt som eksempler på avgjørelser hvor skillet mellom vurderingene er opprettholdt, jfr. Truyen (2005) s. 363-264.

⁹¹ Truyen (2005) s. 389.

⁹² Jfr. Truyen (2005) s. 294.

Ved en emisjonsbeslutning vil det styret fritt kan beslutte avhenge blant annet av i hvor stor grad likhetsprinsippet eller vinningsformålet brytes, og om det er økonomiske eller organisatoriske rettigheter som utvannes.⁹³ Skjønnsmarginen er relativ. Den vil blant annet kunne påvirkes av omfanget av selskapets økonomiske aktivitet.⁹⁴ Dersom en disposisjon er innenfor et omfang som er vanlig for selskapet, skal det mer til for at skjønnsmarginen er overtrådt enn der det dreier seg om en disposisjon som er av uvanlig stort omfang for selskapet. En emisjon vil normalt ikke være innenfor rammen av det som er en vanlig beslutning for styret, og dette taler for at det her gjelder en snevrere skjønnsmargin.

I sin modell for urimelighetsvurderingen anvender Truyen begrepet inngrepsterskelen ved vurderingen av det oppgaven her omtaler som styrets skjønnsmargin.⁹⁵ Ifølge ham angir inngrepsterskelen et absolutt styringsrom for hva aksjonærene kan foreta seg. Han argumenterer for at skjønnsmarginen er videre ved beslutninger som er egnet til å krenke likhetsprinsippet enn ved beslutninger som er egnet til å krenke vinningsformålet.⁹⁶

Der enkelte aksjonærer får tegne aksjer og ikke andre, bryter emisjonen med likhetsprinsippet. En slik emisjon fører til varige endringer i selskapsforholdet. Ved rettede emisjoner skjerpes derfor skjønnsmarginen.⁹⁷ Hovedregelen blir at styret er utenfor skjønnsmarginen i slike tilfeller. Ved rettede emisjoner hvor det gis favørkurs, styrker dette argumentasjonen for at man er utenfor styrets skjønnsmargin. Saklighetsvurderingen blir derfor avgjørende for om emisjonen medfører en urimelig fordel på en eller flere aksjonærers bekostning.

⁹³ Truyen (2005) s. 317.

⁹⁴ Truyen (2005) s. 318.

⁹⁵ Truyen (2005). s.386.

⁹⁶ Truyen (2005) s. 299–301.

⁹⁷ Truyen (2005) s. 387.

Når en emisjon rettes mot en som ikke er aksjonær fra før av, bryter ikke emisjonen med likhetsprinsippet. Aksjonærenes rettigheter blir utvannet i lik utstrekning. Emisjonen kan derimot bryte med vinningsformålet. Fortrinnsrettsemisjoner vil bryte med vinningsformålet der emisjonen ikke er egnet til å føre til gevinstmaksimering for selskapet.

Typen behov vil være avgjørende for hvilken vekt selskapets interesse gis i vurderingen. Hvor det ikke foreligger et særskilt behov, har styret svært lite spillerom. Dette kan for eksempel være tilfelle hvis selskapet allerede har tilstrekkelig egenkapital, og det ikke kan dokumenteres noe behov for å innhente mer.

Hvis begrunnelsen for emisjonen er å skaffe midler til videre drift, kan ikke styret beslutte å foreta en større emisjon hvor de også henter inn kapital til nye prosjekter. Det kan være vanskelig for mindretallsaksjonærene å ta stilling til og ha kontroll over hvor mye kapital som bør innhentes. Det er styret som sitter med dokumentasjon og budsjetter, og har kunnskap om driften. Styret har rom for å gjøre feilvurderinger i forretningsmessige avgjørelser. Heller ikke for dem er det lett å avgjøre eksakt hvor mye penger som bør innhentes. Hvor mye kapital som behøves for å sikre videre drift vil til dels bygge på prognoser. Det er lite hensiktsmessig om en ny emisjon må foretas kun kort tid etter at den første er gjennomført. Det blir her et spørsmål om hvor mye slingringsmonn styret skal gis. Igjen taler hensynet til minoriteten mot at det gis et vidt slingringsmonn, mens hensynet til å sikre effektiv styring taler for at det gis rom for en ikke ubetydelig feilmargin.

Vurderingen av hvorvidt en emisjon bryter med vinningsformålet er nærmere knyttet opp mot forretningsmessige vurderinger,⁹⁸ mens dette ikke er like framtrødende ved brudd på likhetsprinsippet. Hvorvidt en beslutning bryter med vinningsformålet kan for eksempel dreie seg om hvorvidt kapitalbehovet i selskapet var av en slik art at det var hensiktsmessig

⁹⁸ Truyen (2005) s. 386.

å rette en emisjon til favørkurs mot tredjemann. Dette taler for at skjønnsmarginen er noe videre ved emisjon rettet mot tredjemenn enn ved emisjon rettet mot andre aksjonærer.

Ved brudd på likhetsprinsippet er styret som hovedregel utenfor skjønnsmarginen. Selv om marginen kan være noe mindre snever ved brudd på vinningsformålet, må også styret i slike tilfeller sies å ha forholdsvis begrenset handlingsrom. Ved emisjonsbeslutninger som bryter med prinsippene vil derfor styret normalt måtte ha en saklig grunn.⁹⁹

Skjønnsmarginen kan tenkes å snevres inn ytterligere hvis det er spesielt vanskelig for minoriteten å tre ut av selskapsforholdet og få igjen den virkelige verdien av aksjene.¹⁰⁰ Minoriteten har i slike situasjoner et særlig behov for beskyttelse. Dette vil lettere kunne være tilfelle i et mindre aksjeselskap enn i et børsnotert allmennaksjeselskap, hvor det normalt vil være lettere å omsette aksjene.¹⁰¹

3.4.1.1 Ulik skjønnsmargin for styret og aksjonærene

Asl/asal § 5-21 omhandler generalforsamlingens «beslutninger», mens asl/asal § 6-28 (1) favner videre da den omhandler alle styrets «handlingene». Ellers er vurderingstemaet i bestemmelsene det samme, jfr. LA 2007-03-19 hvor det uttales at

Det har etter lagmannsrettens syn ingen betydning om man tar utgangspunkt i den nå gjeldende aksjeloven § 5-21 om misbruk av generalforsamlingens myndighet eller § 6-28 om misbruk av posisjon i selskapet, idet det i begge tilfeller er satt forbud mot å treffe beslutning om eller foreta seg noe som «er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning.»

⁹⁹ Jfr. Truyen (2005) s. 387 som skriver at det ved en rettet emisjon som hovedregel krever en særskilt begrunnelse.

¹⁰⁰ Truyen (2005) s. 318.

¹⁰¹ NOU 1996: 3 s. 74.

Som nevnt innledningsvis, har jeg i stor grad benyttet meg av kilder som i utgangspunktet omhandler § 5-21, fordi vurderingen er lik og disse kildene derfor har relevans. Ved vurderingen av skjønnsmarginen er imidlertid ulikheten mer fremtredende, og det kan tenkes å være en ikke ubetydelig forskjell. Dette skyldes at selv om vurderingstemaet er det samme i begge bestemmelsene, blir utgangspunktet ulikt. Misbruksklausulene handler om misbruk av posisjon i selskapet. Styremedlemmene og aksjonærene har ulike posisjoner.

Aksjonærene har i utgangspunktet et betydelig styringsrom, men dette styringsrommet blir mindre jo nærmere beslutningens virkninger kommer likhetsprinsippet.¹⁰² Redegjørelsen i forrige punkt viser at ved emisjoner som bryter med likhetsprinsippet eller vinningsformålet har styret en forholdsvis snever skjønnsmargin. Ved å tildele styret fullmakt til å beslutte emisjoner, har generalforsamlingen i utgangspunktet gitt styret samme myndighet som de selv har til å fatte slike beslutninger. Jeg vil i det følgende se på hvorfor skjønnsmarginen likevel kan bli ulik. Ettersom skjønnsmarginen også for aksjonærene er snever når det gjelder brudd på likhetsprinsippet, gjør det som omhandles i det følgende seg først og fremst gjeldende ved brudd på vinningsformålet.

En forfatter som har skrevet om styrets myndighetsmisbruk er den danske professoren Erik Werlauff. I boken *Selskabsmasken* tar han for seg styrets lojalitetsplikt. Styret skal handle på vegne av selskapet, og plikter å være lojal mot selskapsinteressen. Han definerer selskapsinteressen som interesse i å opprettholde eller forvalte en formuesmasse.¹⁰³ Dette samsvarer med vinningsformålet.

¹⁰² Jfr. Truyen (2005) s. 317 og Werlauff (1991) s. 44. I motsetning til Truyen drøfter Werlauff ikke handlingsrommet ut fra begrepet «likhetsprinsippet», men Werlauff fastslår også at aksjonærene har en vid skjønnsmargin.

¹⁰³ Werlauff (1991) s. 68.

Styret representerer ikke egne interesser, men selskapets.¹⁰⁴ Dette legger begrensninger på styrets adgang til å ta beslutninger. I motsetning til styremedlemmene har aksjonærene i utgangspunktet anledning til å ivareta egne interesser så lenge de ikke bryter med misbruksregelen i asl/asal § 5-21.¹⁰⁵ I kraft av at de er eiere kan de fremme sine egne interesser på generalforsamlingen.

Styret er underlagt et strengt tillitsmannsansvar. Styret plikter å være lojalt mot selskapets målsetninger og å sikre aksjonærene maksimalt økonomisk utbytte. Dette gjelder også der dette strider med personlige interesser, som for eksempel der styremedlemmet kan miste vervet fordi selskapsinteressen strider mot en av hovedaksjonærenes instruksjoner.¹⁰⁶ Det klare tilfelle av brudd på lojalitetsplikten er når styret setter egne interesser foran selskapets. Det er også et klart brudd dersom styremedlemmet setter en aksjonærs interesser foran aksjonærfellesskapets interesser. Lojalitetsprinsippet setter derfor grenser for styrets skjønnsmargin.

I utgangspunktet påhviler det ikke aksjonærene noen lojalitetsplikt. Aksjonærene kan ivareta egne interesser på generalforsamlingen, og står på denne måten friere enn styret.¹⁰⁷

Aksjemajoriteten har adgang til å stemme fram de personene de ønsker å ha inn i styret, og disse styremedlemmene vil i større eller mindre grad ha bånd til aksjemajoriteten. Når en emisjon rettes mot en stor aksjonær, og denne aksjonæren har hatt en avgjørende rolle i å velge inn styret, bør man ha denne tilknytningen i bakhodet ved vurderingen.

Flertallsaksjonærene har adgang til å skifte ut styret. Styret er gjerne valgt inn for å

¹⁰⁴ Andenæs (2006) s. 358.

¹⁰⁵ Jfr. Sandbekk (2002) s. 440.

¹⁰⁶ Werlauff (1991) s. 24.

¹⁰⁷ Det er av enkelte i teorien hevdet at aksjonærene ved avstemning på generalforsamlingen kan ha en viss plikt til å stemme i aksjonærfellesskapets interesse, se Werlauff (1991) s. 26.

gjennomføre strategier som flertallet ser seg tjent med. Styremedlemmer kan også selv være aksjonærer.

Et annet hensyn som gjør seg gjeldende ved fastsettelsen av styrets skjønnsmargin er mindretallsaksjonærenes mulighet for å kontrollere beslutningene. Ved generalforsamlingsbeslutninger vil det være høy grad av transparens. Alle aksjonærene kan være til stede når beslutningen fattes, og de har adgang til å si det de mener om saken. Generalforsamlingsprotokollen er ofte offentlig tilgjengelig. Ved styrebeslutningen er ikke aksjonærene til stede, og det er mindre åpenhet rundt disse beslutningene.

Styrets skjønnsmargin etter § 6-28 må etter dette sies å være noe snevrere enn aksjonærenes skjønnsmargin etter § 5-21.¹⁰⁸ Dette betyr imidlertid ikke at resultatet av urimelighetsvurderingen vil bli ulik. Dersom styret har gått utover sin skjønnsmargin, blir saklighetsvurderingen avgjørende for om emisjonen er egnet til å medføre en urimelig fordel på noen av aksjeeiernes bekostning. Kravet til saklig grunn gjelder uansett om styret eller generalforsamlingen fatter beslutningen. Ulik skjønnsmargin vil imidlertid utgjøre den forskjellen at styret for en større del av sine handlinger må kunne godtgjøre at de har saklig grunn for emisjonsbeslutningen.

3.4.2 Saklighetsvilkåret

Dersom styrets handling er utenfor skjønnsmarginen, er den i utgangspunktet urimelig. Dette gjelder likevel ikke dersom styret hadde en saklig grunn for sin handlemåte. I saklighetsvurderingen ligger således en ekstra sikkerhetsventil for styret, det kan foreta en handling som ligger utenfor skjønnsmarginen dersom den etter en helhetlig vurdering må anses saklig begrunnet. I vurderingen av om styret har saklig grunn til å beslutte en emisjon, må fordelene ved emisjonen veies mot ulempene for aksjonærfellesskapet eller de enkeltaksjonærene emisjonen går på bekostning av. I forhold til emisjon rettet mot enkelte aksjonærer definerer Truyen saklighetsvilkåret som et spørsmål om hvorvidt det er

¹⁰⁸ Jfr. også Sandbekk (2002) s. 455.

«proporsjonalitet mellom emisjonens umiddelbare krenkelse av aksjeminoritetens rettigheter og de fordeler emisjonsbeslutningen samlet sett er egnet til å medføre.»¹⁰⁹

Når det er generalforsamlingen som fatter emisjonsbeslutningen, fremgår grunnen for at emisjonen gjennomføres av styrets emisjonsforslag sammenholdt med generalforsamlingsbeslutningen. Når det er styret som fatter beslutningen, må en se på grunnlaget som angis i styrevedtaket. Den begrunnelsen styret har angitt, danner utgangspunktet for vurderingen av om styret har en saklig grunn. Protokoll fra styremøtet vil for eksempel kunne vise om styret har diskutert hvorvidt det er behov for å forbigå fortrinnsretten, og hva de mener er grunnen til at dette bør gjøres.

Ved vurderingen av emisjonsbeslutningens saklighet kan vinningsformålet og likhetsprinsippet i noen tilfeller trekke i samme retning, og i andre situasjoner stå mot hverandre.¹¹⁰ Utgangspunktet er at aksjonærene skal behandles likt, men i noen tilfeller åpner vinningsformålet for en viss forskjellsbehandling.¹¹¹ Dette vil si at der vinningsformålet taler for en emisjon, kan likhetsprinsippet måtte vike. Urimelighetsvurderingen innebærer således en avveining av selskapets interesser på den ene siden, likhetsprinsippet på den andre.¹¹²

I det følgende vil jeg gjennomgå noe av den rettspraksis og børsnemndspraksis som finnes, og se på i hvilke tilfeller emisjonsbeslutningen kan være saklig begrunnet. Noen av rettsavgjørelsene omhandler gammel aksjelov, og den første avgjørelsen jeg tar for meg er fra før myndighetsmisbrukslæren ble kodifisert. Rettsavgjørelsene gjelder aksjonærenes misbruk, mens børsnemndspraksisen primært retter seg mot styrets overskridelser.

¹⁰⁹ Truyen (2005) s. 387.

¹¹⁰ Truyen (2004a) s. 311.

¹¹¹ Truyen (2004) s. 388.

¹¹² Jfr. Sandbekk (2002) s. 450.

Rettspraksisen er likevel relevant hva angår grensene for styrets myndighet, ettersom avgjørelsene illustrerer hva som skal til for at saklighetskravet er oppfylt.

I Rt. 1919 s.550 ble det vedtatt en kapitalforhøyelse, der egenkapitalen ble økt fra 2 til 3 millioner. Aksjonærene ble gitt adgang til å tegne én aksje per andre aksje de eide. Dette utelukket med andre ord de aksjonærene som ikke hadde mer enn én aksje. Førstvoterende uttalte at emisjonen for minoriteten «i væsentlig grad forringet værdien av deres andele i selskapsmassen», og videre at «den utilbørlighet, som er foregaat overfor ham, skjærpes ogsaa derved, at han likesom andre av de utelukkede aktionærer endog blev negtet tildeling av nogen [...] aktier». Det at kursen innebar favørkurs, gjorde at saksøkers aksjepost ble gjenstand for økonomisk utvanning. I tillegg var likhetsprinsippet brutt, ved at han ikke ble gitt adgang til å tegne aksjer. Emisjonen ble på dette grunnlaget kjent ugyldig.

Høyesterettsavgjørelsen er forholdsvis gammel, men kan fortsatt sies å være et uttrykk for gjeldende rett.¹¹³ Her ble minoriteten utsatt for nokså omfattende økonomisk og organisatorisk utvanning. Majoriteten hadde ingen saklig grunn for valg av en ordning der innehaver av to aksjer kunne få tegne én ny. Saken er etter min oppfatning et forholdsvis klart tilfelle av myndighetsmisbruk, og gir derfor lite veiledning for den mer nøyaktige grensedragningen for myndighetsmisbruk ved emisjonsbeslutninger.

Frostating lagmannsretts dom inntatt i RG 1996 s. 491 gjaldt en rettet emisjon i selskapet Skorge Fiskeoppdrett AS. Selskapets egenkapital var tapt, og selskapet hadde tidligere år gått med underskudd. På ekstraordinær generalforsamling ble aksjekapitalen på kr 1.980.000 nedskrevet til null. På samme generalforsamling ble det tegnet ny aksjekapital på kr 1.500.000 ved rettet emisjon mot fire aktører, hvorav én var aksjonær fra før av. En

¹¹³ Slik også Truyen (2005) s. 295 og Andenæs (2006) s. 133--134, som også bruker dommen som en rettskilde i forbindelse med likhetsprinsippet.

annen person som var aksjonær før nedskrivningen reiste sak om at vedtaket om å tilsidesette fortrinnsretten var ugyldig etter dagjeldende aksjelov § 9-16. Lagmannsretten kom til at emisjonen var saklig begrunnet i selskapets interesse. I dommen uttales: «Hvor grensen går mellom saklig begrunnede vedtak for en rettet emisjon og urimelig forskjellsbehandling av aksjonærene, må avgjøres konkret ut i fra situasjonen i selskapet.» Hvorvidt likhetsprinsippet kan tilsidesettes vil avhenge av i hvor stor grad vinningsformålet taler for at det innhentes kapital i den situasjonen selskapet befinner seg i. Lagmannsretten fastslo at det var av sentral betydning at selskapets økonomiske situasjon var prekær. Det var også av sentral betydning at det forelå en refinansieringspakke i en størrelsesorden hvor framtidig drift syntes sikret. I tillegg fikk selskapet en majoritetsgruppering med stor faglig tyngde i bransjen.

Det å verne om eksisterende aksjonærers rettigheter er et kortsiktig perspektiv, mens det å ha muligheten til å sikre framtidig finansiering av selskapets virksomhet og forretningsplaner er et mer langsiktig perspektiv. Sikring av framtidig finansiering kan derfor være et tungtveiende hensyn, og det synes å ha hatt avgjørende betydning i denne saken.

Som nevnt omhandler den rettspraksisen jeg behandler aksjonærens myndighetsmisbruk. I denne saken var det generalforsamlingen som tilsidesatte likhetsprinsippet, ikke styret etter fullmakt. Tidsbesparingen som følger av at styret fatter beslutningen var således ikke et spørsmål i denne saken. Dommen illustrer likevel at tidsmomentet er av sentral betydning. Der den økonomiske situasjonen er prekær, påvirker dette hvor store krenkelser aksjonærene kan måtte tåle før det er snakk om myndighetsmisbruk. Tidspress vil komme med i vurderingen av hvorvidt styret kan beslutte å foreta en rettet emisjon, eller om det vil medføre myndighetsmisbruk å forbigå fortrinnsretten.

Vinningsformålet talte altså her for at likhetsprinsippet ble brutt. Retten kom til at beslutningen ikke var egnet til å gi de nye investorer en urimelig fordel på bekostning av de tidligere aksjonærer, og at det måtte anses saklig begrunnet i selskapets interesser.¹¹⁴

Børsstyrets vedtak 25. juni 2003 Choice Hotels Scandinavia ASA (heretter *Choice-saken*)¹¹⁵, gjaldt tilbakekjøp av egne aksjer hvor ikke alle aksjonærene hadde hatt samme faktiske mulighet til å selge aksjer. Oslo Børs uttalte:¹¹⁶

CHS viser til at begrunnelsen for tilbakekjøp var overskuddslikviditet i selskapet. Oslo Børs kan ikke se at denne begrunnelsen skal tilsi at det forelå tidspress eller andre forhold som gjorde det vanskelig for selskapet å sørge for at tilbakekjøpet skjedde under like betingelser og med de samme muligheter for alle aksjonærer.

Børsen la her vekt på at selskapet hadde hatt mulighet til å gjennomføre tilbakekjøpene på en måte som gjorde at alle aksjonærene hadde like muligheter til å selge aksjer. Jeg kommer tilbake til betydningen av handlingsalternativer i punkt 3.5. Også denne uttalelsen viser altså at tidsmomentet kan være av vesentlig betydning for vurderingen av om det foreligger brudd på likhetsprinsippet. Brudd tillates i større grad der det ikke er tid til å handle på andre måter. Tidspress kan gjøre det legitimt å bryte likhetsprinsippet.

I avgjørelse av Sør-Gudbrandsdal tingrett inntatt i RG 2005 s.1409 var det i likhet med RG 1996 s.491 et prekært kapitalbehov. Her ble imidlertid resultatet det motsatte. Saken gjaldt selskapet Frya Bioenergi AS, hvor det på generalforsamling først ble fattet vedtak om å nedskrive aksjekapitalen til null, og deretter vedtatt nytegning av aksjekapital på kr 3.5 millioner, ved en rettet emisjon mot H.M Holding AS. Selskapets styreleder sto bak både det selskap som var hovedaksjonær og det selskap som tegnet de nye aksjene. Også her var det uomtvistet at selskapet hadde et akutt behov for tilførsel av ny kapital, egenkapitalen var tapt flere ganger. Det hadde i tiden før generalforsamlingen vært jobbet aktivt for å

¹¹⁴ Jfr. Sandbekks analyse av dommen, Sandbekk (2002) s. 452

¹¹⁵ OBS-2003-2.

¹¹⁶ OBS-2003-2, avgjørelsens pkt. 8.3.

skaffe nye investorer, uten at dette hadde lyktes. Minoriteten ble likevel gitt medhold i at majoriteten hadde misbrukt sin myndighet etter asl § 5-21. Emisjonen innebar en krenkelse av minoritetens økonomiske og organisatoriske rettigheter. Dommeren uttalte at hvorvidt emisjonen var urimelig ble et spørsmål om hensynet til selskapet og kravet om å tjene penger i dette tilfellet kunne begrunne tilsidesettelsen av minoritetsaksjonærenes rettigheter. Om dette ble det uttalt:

En rettet emisjon hvor noen av aksjonærene ikke gis tegningrett [sic], vil meget lett virke urimelig. Fordelene på selskapets side må i et slikt tilfelle være store. Når et slikt emisjonsvedtak kommer etter et vedtak om å nedskrive hele aksjekapitalen, vil det nesten alltid medføre en urimelighet.

Dommeren viser til at Truyen i sin doktoravhandling har tatt det standpunkt at et slikt vedtak vil være utelukket.¹¹⁷ Han skriver at for at en rettet emisjon skal kunne gjennomføres etter nedskriving av aksjekapitalen til null, kreves samtykke fra samtlige aksjonærer. I ovennevnte lagmannsrettsdom (RG 1996 s.491) ble resultatet at selskapsinteressen gjorde fravikelse av fortrinnsretten saklig begrunnet, selv om aksjekapitalen også her ble nedskrevet til null før emisjonen. Nedskrivningen medfører omfattende krenkelse av aksjonærenes rettigheter. Det er derfor naturlig at i den grad en rettet emisjon uten samtykke tillates, skal det svært tungtveiende hensyn til.

Sitatet gjengitt over viser at også der aksjekapitalen ikke er nedskrevet på forhånd, vil en rettet emisjon mot enkelte av aksjonærene meget lett virke urimelig. Dette samsvarer med Truyens syn om at det skal mye til for at likhetsprinsippet kan brytes. Det må altså foreligge forholdsvis tungtveiende hensyn for gjennomføring av en emisjon for at styret skal kunne beslutte å benytte seg av fullmakt til å forbigå fortrinnsretten. Tapt egenkapital og økonomisk krise i selskapet vil kunne være slike hensyn.

Dette støttes av AMNs uttalelse i sak 2002:2. Her uttales:

¹¹⁷ Se Truyen (2004a) s. 324.

Enligt nämndens mening är det sannolikt att en nyemission riktad till vissa aktieägare är tillåten enligt ABL¹¹⁸, om bolaget befinner sig i en finansiell kris och en sådan emission bedöms vara det enda alternativ, som med erforderlig grad av säkerhet leder bolaget ur denna kris.

De anser det altså for å være sannsynlig at det etter generalklausulen er tillatt å rette en emisjon mot utvalgte aksjonærer i selskapet, men synes å legge en streng vurdering til grunn for når dette er tillatt.

Videre sier AMN i uttalelsen at det kan opprettholdes et mer restriktivt syn når en emisjon rettes mot visse aksjeeiere enn når den er rettet mot utenforstående investorer. Dette samsvarer med det Truyen skriver om at det skal mer til for å oppfylle saklighetsvilkåret ved brudd på likhetsprinsippet enn ved brudd på vinningsformålet

I Nordmøre herredsretts avgjørelse inntatt i RG 1993 s.737 vedtok generalforsamlingen i Bjørnshol Mek. Verksted A/S en rettet emisjon mot hovedaksjonæren i selskapet. Minoritetsaksjonæren hevdet at vedtaket var urimelig, og dermed ugyldig etter aksjeloven § 9-16. Herredsretten kom til at det var gitt favørkurs, men emisjonsbeslutningen var likevel gyldig. Selskapet hadde et kapitalbehov, og hadde derfor søkt om støtte fra Distriktenes Utbyggingsfond. Støtten var betinget av at selskapet gjennomførte en kapitalforhøyelse med en million. Retten foretok en samlet vurdering, hvor det ble lagt særlig vekt på at selskapet gjennom kapitalutvidelsen fikk tilgang på støtten fra Distriktenes Utbyggingsfond og at verdioverføringen ikke var urimelig stor.

Mindretallsaksjonæren hadde nektet å være med på en kapitalutvidelse. Dette var naturlig nok et moment i dommerens begrunnelse for at emisjonsbeslutningen var gyldig. Det er vanskeligere å bli hørt med brudd på likhetsprinsippet når man på forhånd har gitt klart uttrykk for at man ikke ønsker å bidra med mer kapital.

¹¹⁸ Aktiebolagslag 9 kap. 37 §.

Aksjene ble tegnet til favørkurs, men vinningsformålet tilsa likevel at emisjonen skulle gjennomføres, ettersom det var en betingelse for å få støtten. Når krenkelsen av likhetsprinsippet er mindre, stilles det mindre krav til vinningsformålet. En krenkelse av likhetsprinsippet kan sies å være mindre tungtveiende når minoritetsaksjonæren har gitt uttrykk for at den ikke ønsker å delta i en emisjon. Uavhengig av ønske om å delta på emisjonen kan en aksjonær imidlertid påberope seg at kursen er for lav.

Dersom hensynet til selskapsinteressen er tilstrekkelig tungtveiende, kan aksjonærene måtte godta en favørkurs. Favørkursen viser hvilke økonomiske verdier minoritetens andel utvannes med. Hvor stor verdien er avgjør hvor strenge krav en må stille til saklighetsvilkåret. Jo større skille mellom emisjonskurs og underliggende verdier, desto strengere vil saklighetskravet være.

Selv om dommen ikke inneholder opplysninger om at den økonomiske situasjonen var like prekær som i de to foregående dommene, slo likevel vinningsformålet gjennom. Det er klart i selskapets interesse å få midlene fra fondet. Egenkapitalen var redusert som følge av oppkjøp av egne aksjer, og styret undersøkte tiltak for å øke egenkapitalen.

Et poeng i denne saken er også at støtten indirekte kom minoritetsaksjonæren til gode. Selskapet ble tilført verdier, som igjen øker verdien av hans eierandel. Emisjonen utvannet derfor ikke aksjonærens økonomiske eierandel i like stor grad. Retten bemerker også at verdioverføringen ikke var urimelig stor.

Gulating lagmannsrett dom inntatt i RG 2001 s.841 gjaldt generalforsamlingen i Haugaland Billag AS sin beslutning om emisjon til fordel for selskapets ansatte. Minoriteten gjorde gjeldende at emisjonen stred mot likhetsprinsippet i aksjelovens § 5-21, men vant ikke fram med dette. Det ble besluttet å gjennomføre en fondsemisjon i etterkant av den rettede emisjonen, for å avdempe den manglende likevekt mellom den gamle og nye aksjonærgruppen.

Det var vesentlig for lagmannsrettens standpunkt er at samtlige aksjonærer i Haugaland Billag AS ble likt stilt etter emisjonen. De opprinnelige aksjonærene i virksomheten hadde til tross for aksjeutvidelsen ca 80 % av stemmene på generalforsamlingen. Retten mente at det derfor ikke kunne konstateres at vedtaket bygget på noen illojal hensikt, eller at det rent objektivt fremstod som urimelig i forhold til saksøker.

Deretter behandler retten spørsmålet om aksjene ble tegnet til favørkurs. I dommen uttales det at «det sentrale spørsmål er her om prisen likevel fremstod som forsvarlig og rimelig i lys av emisjonens formål, herunder selskapets og aksjonærenes interesser.» Med vekt på at aksjene var sterkt båndlagt hva gjaldt mulighet for overdragelse og avkastning for å få de ansatte til å bli i selskapet, kom retten til at kursen ikke innebar en urimelig fordel på aksjonærfellesskapets bekostning.

Børsen har i brev av 27.05.05 kommet med uttalelser om børsens krav vil likebehandling. Børsen uttalte følgende:

*Dersom det gis en rabatt i tegningskursen vil det normalt være en urimelig forskjellsbehandling, m.m. selskapets situasjon er helt spesiell og det foreligger et akutt kapitalbehov.*¹¹⁹

Uttalelsen viser at også etter børsens likebehandlingsregler er det åpnet for en viss forskjellsbehandling der det foreligger et kapitalbehov. Uttalelsen kan tas til inntekt for at det også etter asl. § 6-28 (1) er anledning til å gi en viss favørkurs.

Adgangen til å gi favørkurs ved emisjoner er behandlet i Nyemissioner av aktier. Her sies det at det er *større* adgang til å gi rabatt når et selskap befinner seg i en finansiell krise.¹²⁰ Skog åpner her for at også der det ikke foreligger et akutt kapitalbehov må en viss rabatt ansees tillatt, jfr. også statistikken i pkt 3.3.3 som viser at det ble gitt rabatt i 75 prosent av alle rettede emisjoner ved Stockholms børs i tidsrommet 2000–2001.

¹¹⁹ Oslo Børs (2005) side 59.

¹²⁰ Nyemissioner av aktier (2004) s. 24

Det kan ikke settes opp noen generell regel for hvor stor rabatt som kan gis, men dette må avgjøres i den konkrete situasjonen.¹²¹ Ifølge Truyen må det ved vurderingen av hvor stor rabatt som kan gis foretas en avveining mellom selskapets underliggende verdier, hvilken emisjonskurs som er mulig å oppnå i markedet, selskapets kapitalbehov og emisjonens innvirkning på organisatoriske rettigheter.¹²²

AMN uttaler i sak 2002:2 at de for sin del ikke utelukker at det ved prøving av rettede emisjoner etter generalklausulen skulle kunne anses å foreligge en større adgang til å gjennomføre en emisjon til favørkurs om emisjonen gjennomføres for ”att lösa en finansiell kris i bolaget än vid en emission under normala förhållanden.»

Børsklagenemndens sak 2/2006 Opticom (heretter *Opticom-saken*) hadde styret tatt utenforliggende hensyn. I avgjørelsen kom Børsklagenemnden til at emisjonen ikke var begrunnet ut fra selskapets og aksjonærenes felles interesser. Nemnda uttalte:¹²³

*Børsklagenemnden kan ikke se at det forelå noen saklig grunn til å rette emisjonen utelukkende mot én aksjonær som måtte antas å støtte det sittende styret [...]
Børsklagenemnden finner det overveiende sannsynlig at hovedhensikten med emisjonen for styret var å opprettholde kontrollen med selskapet.*

Avgjørelsen viser at et ønske om å bevare kontrollen kan være et utenforliggende hensyn. Som tidligere nevnt kan skifte av maktbalansen i selskapet være et argument mot en emisjon, men ønsket om å bevare kontroll er ikke noe argument for. Det kan selvsagt være hensiktsmessig for et selskap å føre en langsiktig og helhetlig strategi, men et ønske om å bevare kontrollen kan i seg selv ikke være tilstrekkelig til å oppfylle saklighetskravet.

¹²¹ Ny emissioner av aktier (2004) s. 24.

¹²² Truyen(2005) s. 369

¹²³ OBKN-2006-2, se avgjørelsens pkt 6.1.

I det foregående har jeg altså forsøkt å se på noen av de momentene som gjør seg gjeldende i urimelighetsvurderingen. Den praksis jeg har gjennomgått viser at det skal foreligge relativt tungtveiende hensyn for at emisjon skal kunne rettes mot enkelte aksjonærer, men at det er adgang til å gjøre dette når selskapet befinner seg i en finansiell krise. RG 1993 kan tas til inntekt for at det ikke er nødvendig at selskapets økonomiske stilling er så ille at egenkapitalen er tapt og det er finansiell krise, men her kan det ha spilt inn at minoriteten ikke ønsket å delta på en emisjon.

Gjennomgangen av praksis vier at det er en viss adgang til å gi favørkurs, men det er vanskelig å si hvor lav kurs som kan gis. Der emisjon rettes mot en aksjonær til favørkurs, stilles strengere krav til saklig grunn.

Selv om fordelene emisjonen er egnet til å medføre veier tyngre enn krenkelsen av minoritetens rettigheter, vil det ikke foreligge saklig grunn dersom kapitalbehovet kunne vært dekket inn på annen måte.

3.5 Handlingsalternativer

Dersom det finnes alternativer til emisjonen som medfører en mindre krenkelse av aksjonærenes rettigheter enn emisjonen, kan det være at emisjonen er ugyldig selv om styret hadde saklig grunn. Hvilke alternativer som finnes vil kunne avhenge av hvor mye tid selskapet har til rådighet, kapitalmarkedet, om det er lett omsettelige aksjer, og så videre. De ulike alternativene må kartlegges, og deretter må det tas stilling til om et av dem i tilstrekkelig grad ivaretar det behovet emisjonen var ment å dekke. Dersom det finnes tiltak som i mindre grad krenker aksjonærenes rettigheter, må man se på om selskapet må finne seg i tiltaket selv om det ikke ivaretar behovet i liket stor grad som en emisjon vil.

Betydningen av handlingsalternativer for styret kan illustreres med Frostatings lagmannsretts kjennelse LF-2009-120317. Saken gjaldt hvorvidt transaksjoner i forbindelse med deling av selskapet Rem Offshore innebar noen usakelig og urimelig forskjellsbehandling av aksjeeierne, jf allmennaksjeloven § 5-21, jf § 4-1. Dette var ikke

tilfelle. Lagmannsretten la betydelig vekt på uttalelsen som Oslo Børs' uttalelse i brev av 2. juni 2009,¹²⁴ hvor det stod at Oslo Børs fant at transaksjonen verken bygget på vilkårlighet eller utenforliggende hensyn, eller at det forelå noen vesentlig forskjellsbehandling eller grov urimelighet.

Av Oslo Børs sitt brev framgår det at i protokoll fra styremøtet I Rem Offshore vises det til at det ikke forelå realistisk mulighet for å etablere alternative transaksjonsstrukturer som hadde tilslutning fra de to største aksjonærene i selskapet. Det var derfor ikke mulig å få til en løsning som ga valgfrihet for alle aksjonærene, og det kunne derfor heller ikke være fullstendig likebehandling av aksjonærene. Oslo Børs sa seg enig i styrets vurdering, og uttalte:

Basert på de fremlagte opplysninger kan Oslo Børs ikke se annet enn at styret i selskapet har søkt å ivareta selskapets og aksjonærfellesskapets interesser på best mulig måte innenfor det handlingsrom styret mente å ha. Børsen kan således ikke se at vedtaket bygger på vilkårlighet eller utenforeliggende [sic] hensyn og således skulle tilsi en reaksjon fra børsens side.

Børsens gjennomgang av saken viste at styret hadde kartlagt hvilke muligheter som forelå, men at ingen av disse ville løse situasjonen på en tilfredsstillende måte. Det var derfor ikke i strid med børsforskriften § 23-8 selv om likhetsprinsippet ble brutt. Børsen sier at det ikke var alternativer innenfor det handlingsrommet styret mente å ha. Det ser altså ut til at de legger vekt på styrets vurdering av handlingsrommet. Det kan dermed være av betydning om styret selv mener at det foreligger alternativer. Dette kan tale for at der emisjonsbeslutning og styreprotokoll viser at styret har vurdert andre muligheter uten å finne noe alternativ som tilfredsstiller kapitalbehovet, kan dette være et argument.

I de følgende punktene vil jeg ta for meg noen alternativer til emisjon.

¹²⁴ Oslo Børs (2009) s. 97.

3.5.1 Beslutning av generalforsamlingen

Et alternativ til at styret benytter fullmakten til å beslutte en emisjon, er at de innkaller til generalforsamlingsmøte slik at generalforsamlingen kan ta stilling til emisjonsspørsmålet. Årsaken til at generalforsamlingen har gitt fullmakt, er nettopp at styret skal slippe å innkalle til generalforsamlingsmøte, men selv ta stilling til emisjonsspørsmålet. Der emisjonen bryter med vinningsformålet eller likhetsprinsippet og det ikke er tidspress som gjør at det haster å i gangsette tiltak, taler likevel flere hensyn for at styret overlater spørsmålet til generalforsamlingen. Generalforsamlingen sikrer som nevnt en mer åpen behandling, hvor de aksjonærer som får krenket sine rettigheter ved en eventuell emisjon får kommet til orde. Der et emisjonsforslag berører aksjonærenes rettigheter i et visst omfang, kan det derfor være et alternativ å la generalforsamlingen stå for avgjørelsen.

3.5.2 Ekstern kapital

Som nevnt innledningsvis er alternativet til å øke egenkapitalen å øke lånekapitalen. Det er normalt dyrere for selskapet å skaffe lånekapital enn egenkapital, og det kan derfor være at styret ønsker å innhente kapital ved en emisjon. Det må her foretas en vurdering om de krenkelser av aksjonærenes rettigheter som emisjonen er egnet til å medføre er så store, at selskapet må finne seg i å innhente lånekapital selv om dette er dyrere.

3.5.3 Avvikling av selskapet

Hvis selskapet ikke er bærekraftig og egnet til å gi overskudd i framtiden, kan avvikling av selskapet være et alternativ. Hvis budsjett viser at driften ikke lenger er egnet til å gi overskudd, vil opphør kunne være det alternativet som gir aksjonærene mest inntjening. En må da se på verdiene som står i selskapet, og hva man kan regne med å få for opphørssalg av eiendelene. Selv om en emisjon utvanner organisatoriske rettigheter og foretas til lav emisjonskurs, vil i de fleste tilfeller emisjonen være det beste alternativet. Selv om aksjonærene har krav på mindre andel av framtidig utbytte, vil det som regel være en større verdi enn hva opphørssalget vil gi.

3.6 Mulige tiltak for å unngå misbruk

I det følgende vil jeg se på noen tiltak og varianter av emisjonsbeslutninger som det er mulig at styret kan benytte seg av for å unngå beskyldninger om misbruk.

3.6.1 Kartlegging av aksjonærenes ønsker

Styret kan på forhånd kartlegge hvorvidt aksjonærene ønsker å delta på en emisjon.¹²⁵ Hvis en aksjonær på forhånd sier at han ikke vil delta på emisjonen, er det vanskeligere for vedkommende å i etterkant bli hørt med at en emisjon rettet mot enkelte aksjonærer eller tredjemenn er misbruk av styrets myndighet. Å undersøke på forhånd kan gi styret større handlingsrom. Ulempen ved dette er at aksjonæren muligens ikke har kjennskap til emisjonsvilkårene på det tidspunktet han sier han ikke ønsker å delta. Dette taler mot adgang til på forhånd å frasi seg retten til å delta. Selv om man på forhånd har sagt fra seg retten til å delta i emisjonen, kan man like fullt motsette seg kursen som blir satt.¹²⁶ En kartlegging av hvem som ønsker å delta i en emisjon vil kunne flytte grensene for hva som er myndighetsmisbruk ved utvanning av organisatoriske rettigheter. Dette kan derfor være en mulighet dersom man tror det kan oppstå en situasjon hvor det haster med å foreta en emisjon.

3.6.2 Emisjon på andre vilkår

Et alternativ til en rettet emisjon, kan være en fortrinnsrettsemisjon med fulltegningsgaranti. Selskapet kan inngå avtale om fulltegningsgaranti. En slik avtale innebærer i hovedsak en garanti for at et minstebeløp av aksjer blir tegnet.¹²⁷ For å få inngått en slik avtale må selskapet normalt betale provisjon, på 1–2 %.¹²⁸ En slik garanti kan gjøre at styret kan gjennomføre en fortrinnsrettsemisjon, og at likhetsprinsippet dermed

¹²⁵ Truyen (2005) s. 370.

¹²⁶ Truyen (2005) s. 370.

¹²⁷ Asl/asal § 4-7 (1).

¹²⁸ Truyen (2005) s. 400.

ikke brytes. En må da ta stilling til alternativene fortrinnsrettsemisjon med en viss provisjon, og en rettet emisjon hvor det ikke er nødvendig med provisjon. Også her er tidsmomentet av betydning, da denne prosessen vil ta lengre tid.

3.6.3 Reparasjonsemisjon

En måte som i praksis brukes for å unngå beskyldninger om misbruk, er å først gjennomføre en emisjon rettet mot enkelte aksjonærer eller tredjemenn, for deretter å gjennomføre en emisjon som rettes mot de aksjonærene som ikke fikk delta på den første emisjonen. På den måten får man hentet inn kapital uten tidsspille, og «reparert» forskjellene ved å gjennomføre en ny emisjon.

I Opticom-saken ble både fulltegningsgaranti og reparasjonsemisjon foreslått som alternativer til den rettede emisjonen, for å ivareta likhetsprinsippet.

En reparasjonsemisjon kan foregå på to måter. Enten kan selskapet først rette en emisjon mot enkelte aksjonærer, for deretter å rette en ny emisjon mot de resterende. Den andre varianten benevnes av Truyen som «claw back-modellen». Her gjennomføres kun én emisjon, og denne rettes mot enkelte aksjonærer, som forplikter seg til å videreselge forholdsmessige deler til samme vilkår til de resterende aksjonærene. Sistnevnte variant vil gi de resterende aksjonærene et obligasjonsrettslig krav. Den første modellen vil også gjøre det, dersom det er avtalt at det skal gjennomføres en ny emisjon. At de resterende aksjonærene har et obligasjonsrettslig krav gjør at de kan gå til erstatningssøksmål hvis de ikke får tegne aksjer, men sikkerheten for at de får tegne er naturlig nok mindre enn om de hadde fått tegne aksjer i emisjonen.

For å unngå forskjellsbehandling av aksjonærene, må vilkårene være helt like. Det er ikke tilstrekkelig å fastslå at aksjonærene får tegne samme forholdsmessige antall aksjer til samme kurs. Fordi emisjonene gjennomføres på ulike tidspunkt, kan andre omstendigheter gjøre at den ene emisjonen medfører fordeler eller ulemper som den andre ikke medfører.

I misbruksvurderingen skal forholdene på tidspunktet for beslutningen legges til grunn, og det klare utgangspunktet er at etterfølgende hendelser ikke skal tas i betraktning.

Vurderingen av hvorvidt en emisjon er ugyldig påvirkes ikke av etterfølgende handlinger.¹²⁹ Hver av emisjonene må derfor sees på isolert.¹³⁰ Styret må ha saklig grunn for begge emisjonene, enten forskjellsbehandlingen består i at kun noen gis adgang til å tegne, eller det gis favørkurs.

Det er i de situasjonene hvor grunnen til den første emisjonen er svak at selskapene tradisjonelt velger å gjennomføre reparasjonsemisjon.¹³¹ Dersom forskjellsbehandlingen i den første emisjonen faktisk var saklig begrunnet, var det egentlig ikke nødvendig å gjennomføre reparasjonsemisjonen. Reparasjonsemisjonen må også ha saklig grunn, men dette vil normalt ikke by på problemer. Selv der den første emisjonen var gyldig, medførte den en forskjellsbehandling. Reparasjonsemisjonen jevner ut forskjellene den første emisjonen medførte, og har derfor saklig grunn for å forskjellsbehandle aksjonærene. Det er den første emisjonens gyldighet som vil kunne være tvilsom.

Truyen skriver at i visse situasjoner kan claw back-modellen tjene som et sakslighetsargument,¹³² men at den ikke gjør at man kommer utenom misbruksvurderingen. Jeg mener at i den grad claw back-modellen vil kunne være et sakslighetsargument, vil også den andre modellen kunne være det. Modellen vil imidlertid kunne være et svakere sakslighetsargument dersom aksjonærene ikke har et obligasjonsrettslig krav på å få tildelt aksjene.

Som nevnt tas ikke etterfølgende hendelser med i betraktning, man ser kun på hvilke fordeler emisjonen er egnet til å medføre på selskapets bekostning. Spørsmålet er da hvor

¹²⁹ Truyen (2005) s. 344.

¹³⁰ Jfr. også Oslo Børs (2005) s. 59.

¹³¹ Jfr. Oslo Børs (2005) s. 59.

¹³² Truyen (2005) s. 344.

stor vekt i saklighetsvurderingen det kan få at styret på tidspunktet for emisjonsbeslutningen beslutter at det skal gjennomføres en etterfølgende reparasjonsemisjon. Sannsynligvis må dette kunne tillegges en viss vekt.

I brev av 27.05.05.¹³³ skriver Børsen følgende:

«Etter børsens oppfatning vil det være svært uheldig å åpne for en mulighet til forskjellsbehandling uten begrunnelse. Børsen tar imidlertid ikke stilling til i hvilke situasjoner det kan anses saklig å forskjellsbehandle aksjonærene ved to-delt transaksjonsstruktur, dersom selskapet sørger for at den rettede emisjonen gir et minst like godt tilbud til minoritetsaksjonærene som tilbudet i den rettede emisjonen.»

Børsen ser ut til å holde åpent for at reparasjonsemisjon kan reparere den rettede emisjonen. De antyder imidlertid at det må være en begrunnelse for å benytte seg av en todelt struktur. Der det ikke er tidspress eller andre grunner til å rette emisjonen mot enkelte aksjonærer for deretter å foreta en reparasjonsemisjon anser de det svært uheldig å åpne for en todelt konstruksjon. Som nevnt brukes konstruksjonen gjerne når det foreligger usikkerhet om grunnene til at fortrinnsretten i første omgang ble fraveket var tilstrekkelige til å fylle saklighetsvilkåret.

Jeg er enig i børsens vurdering om at der det ikke finnes gode grunner, bør en være forsiktig med å åpne for en todelt struktur. Noe av grunnen til dette er minoritetsvernet. Børsens oppfatning er at beskyttelsen av minoritetsaksjonærene står sterkt i vurderingen av om tilbudet i reparasjonsøvelsen gir disse et tilstrekkelig godt tilbud sammenlignet med den rettede emisjonen.¹³⁴ Bakgrunnen for dette er at aksjonærene som emisjonen rettes mot som regel er de største og mest ressurssterke aksjonærene. Disse aksjonærene har normalt større mulighet til å påvirke betingelsene for å delta i den rettede emisjonen, og de har samme mulighet til å påvirke reparasjonsemisjonen. Børsen sier videre at dette misforholdet i styrke må det kompenseres for. Som nevnt vil forholdene aldri være like på

¹³³ Oslo Børs (2005) s. 60.

¹³⁴ Oslo Børs (2005) s. 60.

emisjonstidspunktet, og dersom styret kan velge den todelte modellen uten å ha særskilt grunn til dette, kan dette svekke minoritetsvernet.

Det kan altså argumenteres for at reparasjonen i visse situasjoner kan være et saklighetsargument for den første emisjonen. Metoden brukes i praksis, fordi den faktisk medfører at forskjellen skapt ved den første emisjonen i større eller mindre grad blir rettet opp. Selv om den ikke gjør noe med ulovligheten av den første emisjonen, kan den derfor gjøre at mindretallsaksjonærene er fornøyd med situasjonen. Det kan gagne mindretallet at selskapet får kapital raskt, og en kan se det slik at det gir lite mening å gå til søksmål mot en forskjellsbehandling som har blitt «reparert». En reparasjonsemisjon minsker derfor sannsynligheten for at noen ønsker å påberope seg ugyldighet. Et styre burde likevel merke at dette foreløpig ikke har vært prøvd i retten, og at det ikke nødvendigvis er sikkert at planer om en reparasjonsemisjon reparerer den første emisjonen.

4 De lege ferenda-betraktninger

Gjennomgangen over viser at myndighetsmisbruksreglene setter grenser for styrets adgang til å gjennomføre emisjoner. Den viser imidlertid også at det er vanskelig å fastsette hvor grensene for myndighetsmisbruk går. Rettspraksis og børsnemndspraksis gir veiledning i forhold til klare tilfeller av myndighetsmisbruk, men gir foreløpig mindre veiledning om den mer nøyaktige grensedragningen. Redegjørelsen for styrets adgang til å beslutte emisjoner etter fullmakt fra generalforsamlingen gir grunn til å spørre om styret ofte har for frie tøyler, eller om det er hensiktsmessig å gi så vide fullmakter som mange generalforsamlinger gjør i dag. Som Gjems-Onstad formulerer det: «Fullmakt til rettede emisjoner kan gi ledelsen (for) mye makt.»¹³⁵

4.1 Generalforsamlingen får mindre kontroll

Som tidligere nevnt kan fullmakten tilbakekalles, men ikke etter at styret har benyttet seg av den. Dersom styret ikke har misbrukt sin posisjon og aksjonærene ikke har noe annet rettslig grunnlag for å angripe beslutningen, blir det da styret som avgjør hvorvidt emisjonen gjennomføres. Resultatet kan bli at styret gjennomfører emisjon på et tidspunkt da emisjon ikke har flertall blant aksjonærene. Selskapsstrukturen bygger på at generalforsamlingen er øverste myndighet. Styret kan ha en saklig begrunnelse for beslutningen om å gjennomføre emisjon, mens generalforsamlingen likevel ikke anser det for å være den beste løsningen. Dette kan være betenkelig.¹³⁶ En annen sak er at det ikke nødvendigvis kommer fram at forslaget ikke har flertall, ettersom det ikke foretas noen

¹³⁵ Gjems-Onstad (1999) s. 273.

¹³⁶ Slik også Smith (1988) s. 211.

avstemning i generalforsamlingen. En emisjon som flertallet ikke er enig i vil nok likevel være et unntak.

I tilfellene hvor det er generalforsamlingen som tar stilling til emisjonen, har den et bestemt formål. Aksjonærene står overfor en konkret situasjon, og kan ta stilling til om de ønsker at emisjonen skal finne sted i denne situasjonen. Styret forbereder emisjonsforslaget, og vil i sin argumentasjon få fram hvorfor de vil foreta emisjon på dette tidspunktet, og hvilke konsekvenser emisjonen er egnet til å medføre. Dette gjør at aksjonærene får informasjon om situasjonen, og har grunnlag for å ta stilling til om de vil stemme for emisjonen. Ved en åpen fullmakt, får styret mulighet til selv å velge formål. Aksjonærene kan tenke seg situasjoner hvor det er ønskelig at styret har fullmakt, men det er ikke sikkert at de kan se for seg alle mulige situasjoner hvor styret kan benytte seg av den.

Der styret har fått myndighet til å forbigå fortrinnsretten har generalforsamlingen gitt fra seg ytterligere kontroll. Det er lett å tenke seg situasjoner hvor det er ønskelig at styret har slik fullmakt. For eksempel kan det være ønskelig at selskapet har mulighet til å rette en emisjon mot en solid investor eller et firma, eller person med kompetanse som er viktig for selskapet. Det kan imidlertid være slik at generalforsamlingen kun ønsker at styret skal benytte seg av muligheten til å gå forbigå fortrinnsretten det dette er strengt nødvendig. Det kan også tenkes at aksjonærene forutsetter at fortrinnsretten kun skal fravikes ved for eksempel et akutt kapitalbehov, men at slike forutsetninger ikke kommer til uttrykk i fullmakten. Her må man som nevnt i punkt 2.3 også trekke styrets begrunnelse for fullmaktsforslaget med i tolkingsgrunnlaget, men fortsatt kan det være uklart hvilke forutsetninger som legges til grunn.

Når generalforsamlingen tar stilling til om fortrinnsretten skal fravikes, kreves som nevnt samme flertall som for vedtektsendring. Når styret tar denne avgjørelsen, kreves ikke mer enn vanlig flertall innad i styret.¹³⁷ Det kan settes spørsmålstegn ved om det er riktig at det

¹³⁷ Andenæs (2006) s. 535.

skal mindre flertall til for gjennomslag for emisjonsforslag i styret enn på generalforsamling. Riktignok krever beslutningen om å gi styret fullmakt samme flertall som for vedtektsendring, men generalforsamlingen har da ikke tatt stilling til et konkret emisjonsforslag. De samme hensyn for et strengere flertallskrav kan gjøre seg gjeldende for styrebehandlingen, ettersom emisjonen er egnet til å medføre de samme konsekvensene enten det er styret eller generalforsamlingen som tar beslutningen. På den annen side er styret et annet forum enn generalforsamlingen, hvor det må antas at samtlige medlemmer er mer deltagende i diskusjonen enn på generalforsamlingen, og det må antas at saker blir drøftet mer inngående. Dette kan tale for at det er tilstrekkelig å kreve vanlig flertall i styret.

Hovedregelen er at fortrinnsretten ikke kan settes til side i vedtektene, jfr. § 10-4 (2) første punktum. Formålet med regelen er å sikre at selskapet skal stå fritt når avgjørelsen om kapitalforhøyelse treffes, og da ta standpunkt til hvorvidt fortrinnsretten skal fravikes.¹³⁸ Noe av bakgrunnen for regelen om fortrinnsrett er at den fungerer som et minoritetsvern.

4.2 Anbefalinger

Det finnes en rekke anbefalinger for hvordan aksjeselskap og allmennaksjeselskap bør drives, såkalt *corporate governance*-retningslinjer. Retningslinjene handler blant annet om ansvars-, makt- og rollefordeling mellom selskapsorganene. Retningslinjene dreier seg også om innbyrdes forhold innen samme interessegruppe, for eksempel majoritets- og minoritetsaksjonærene. European corporate governance institute definerer corporate governance som «the system by which companies are directed and controlled».

Anbefalingene varierer i innhold og status avhengig av om de er utgitt av enkelte interessenter, eller om de er utgitt av grupperinger som er sammensatt av representanter for ulike interessegrupper. Det har med tiden blitt mer utbredt at selskap utferdiger egne retningslinjer. De ulike børsene kan pålegge utstedere å følge corporate governance-

¹³⁸ Andenæs (2006) s. 518.

retningslinjer. Selskap som ikke er notert på børsen, har ingen plikt til å følge anbefalingene. Ettersom anbefalingene er forsøk på å angi hva som er hensiktsmessig styring av et selskap, kan de likevel gi viktig veiledning også for selskap som ikke er børsnoterte. Eierstyring utøves av aksjonærene eller styret, og eventuelt andre oppnevnte organer. Jo mer føringer aksjonærene legger, desto mindre frihet får styret.

Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES) utarbeider den norske anbefalingen om eierstyring og selskapsledelse.¹³⁹ Utvalget består av representanter for eiere, utstedere og børsen. De vurderer årlig om det er behov for oppdatering av anbefalingen, og tar da hensyn til nasjonale endringer i regelverk og internasjonal utvikling. Oslo Børs krever at selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess i årsrapporten skal gi en samlet redegjørelse for selskapets eierstyring og selskapsledelse.

Dersom norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse ikke er fulgt, skal dette begrunnes. Redegjørelsen forventes å være særlig utfyllende på områder hvor man ikke følger anbefalingens utgangspunkt og dermed skal forklare avvik fra anbefalingen. I børssirkulær nr. 5/2009, som informerer om 2009-revisjonen av anbefalingen, kommenteres etterfølgelsen av rapporteringen.

Den nyeste utgaven av anbefalingen er fra 2009,¹⁴⁰ og forrige utgaven er fra 2007.¹⁴¹ Utvalget lister selv opp de viktigste endringene i 2009-utgaven, og har med følgende punkt: «Generalforsamlingen bør behandle styrefullmakter til å foreta kapitalforhøyelser som særskilt sak for hvert formål og ikke som en samlefullmakt.»

Også i 2007 gikk anbefalingen lenger enn lovteksten: «Styrefullmakt til å foreta kapitalforhøyelse bør begrenses til definerte formål og bør ikke gis for et tidsrom lenger

¹³⁹ www.nues.no.

¹⁴⁰ NUES (2009).

¹⁴¹ NUES (2007).

enn frem til neste ordinære generalforsamling.» Anbefalingen går nå altså lenger i å anbefale at generalforsamlingen skal ta stilling til hvilke formål som skal kunne gi grunnlag for emisjon.

I Choice-saken uttalte børsen følgende om børsen og Næringslivets Aksjemarkedsutvalgs¹⁴² anbefalinger:

Riktignok kan anbefalingene leses som fromme ønsker for selskaper som ønsker å leve opp til en høyere standard, en "best practice" enn hva reglene tilsier. Børsens reaksjoner mot Avantor og nettopp CHS som begge er gjort offentlig kjent viser imidlertid at børsens mening har vært noe mer; å sette en standard for børsnoterte selskaper, som i praksis stort sett er fulgt. At dette har et visst sammenfall med regulering i andre land viser at normene i noen grad må sies å følge allmenngyldige prinsipper.

Choice-saken og Avantorsaken¹⁴³ gjaldt likebehandling, og det er anbefaling om likebehandling av aksjonærene det er snakk om i uttalelsen. Likhetsprinsippet er typisk et slikt allmenngyldig prinsipp, og prinsippet går igjen i selskapsretten i andre land. Det synes som om børsen mener at anbefalingene har større tyngde der de gjelder slike allmenngyldige prinsipper, og denne tankegangen har mye for seg. Der anbefalingene er uttrykk for grunnleggende prinsipper, verner om de sentrale og godt innarbeidene rettigheter.

Det å definere formål for kapitalforhøyelse kan ikke sies å være et slikt allmenngyldig prinsipp, og denne anbefalingen er ny og lite innarbeidet. Dette taler for at det er en mindre viktig anbefaling. Å definere formål for kapitalforhøyelse kan imidlertid indirekte sikre likebehandling og minoritetsvern. Det er derfor verdt å merke seg at anbefalingen nå er inntatt i NUES' anbefalinger for eierstyring og selskapsledelse.¹⁴⁴

¹⁴² NAU (1999), s. 14.

¹⁴³ Oslo Børs (1999), s. 76.

¹⁴⁴ NUES (2009).

Som kapittel 3 i oppgaven viser, kan styret tenkes å bruke fullmakten til å beslutte emisjoner som medfører brudd på likebehandlings- og vinningsprinsippet. Selv om anbefalingen om å beslutte bestemte formål ikke direkte dreier seg om et allmenngyldig prinsipp, vil anbefalingen være med på sikre ivaretagelse av de to prinsippene.

4.3 Konklusjoner

Gjennomgangen i kapittel 3 viser at det er et forholdsvis strengt saklighetsvilkår som legges til grunn i urimelighetsvurderingen i asl/asal § 6-28. Styrets myndighet til å beslutte emisjoner etter fullmakt fra generalforsamlingen begrenses på denne måten av bestemmelsen. Det er imidlertid bare misbrukstilfellene som rammes. Styret har i utgangspunktet mulighet til å velge tidspunkt for emisjon, betingelser og hvorvidt fortrinnsretten skal fravikes. Åpne fullmakter sikrer fleksibilitet og et handlekraftig styre, men gjør også at aksjonærene mister kontroll med hvilke situasjoner styret kan beslutte emisjoner. I tillegg kommer at det er vanskelig å fastsette de nøyaktige grensene for hvilke emisjonsbeslutninger som vil medføre myndighetsmisbruk.

Praksisen med åpne fullmakter strider med corporate governance-anbefalinger, deriblant NUES' anbefalinger. Etter mitt syn er det en fordel for aksjonærene å behandle de ulike formålene på generalforsamlingen. Dette skaper forutberegnelighet for aksjonærene, og gir styret visshet om hvilke rammer de har å forholde seg til. Fullmakter som tydeligere angir hvilke formål emisjon kan gjennomføres til, vil være et middel mot konflikter som kan oppstå i etterkant, og et vern av aksjonærene.

5 Litteraturliste

5.1 Bøker

- Aarum (1994) Aarum, Normann Kristin: *Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper*, Oslo, 1994.
- Andenæs (2006) Andenæs, Mads Henry: *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper*, 2. utg. Oslo, 2006.
- Eckhoff (2003) Eckhoff, Torstein og Eivind Smith: *Forvaltningsrett*, 7. utg. Oslo, 2003.
- Gjems-Onstad (1999) Gjems-Onstad: *Valg av selskapsform: En innføring i norsk selskapsrett*, 4. utg. Oslo, 1999.
- Heffermehl (2002) Heffermehl, Jørgen Stang, Rune Tystad og Kjell Woldseth: *Endring av aksjekapital*, Oslo, 2002.
- Nyemissioner av aktier (2004) *Nyemissioner av aktier – de lege lata och de lege ferenda*, Redigert av Rolf Skog, Stockholm, 2004.
- Smith (1988) Smith, Lucy: *Kampen på aksjemarkedet*, Oslo, 1988.
- Truyen (2005) Truyen, Filip: *Aksjonærenes myndighetsmisbruk – en studie av asl./asal. § 5-21 og uskrevne misbruksprinsipper*, Oslo, 2005.
- Werlauff (1991) Werlauff, Erik: *Selskabsmasken*, København, 1991.
- Woxholth (2004) Woxholth, Geir: *Selskapsrett*, 1. utg. Oslo, 2004.
- Woxholth (2009) Woxholth, Geir: *Avtalerett*, 7. utg. Oslo, 2009.

5.2 Artikler

- Myners (2004) The impact of shareholders' pre-emption rights on a public company's ability to raise new capital: An invitation to comment from Paul Myners, 3. November 2004.
- Myners (2005) Myners, Paul: Pre-emption rights: Final Report. A study by Paul Myners into the impact of shareholders' pre-emption rights on a public company's ability to raise new capital. (Commissioned by DTI Ministers.) February 2005 (URN 05/679).

Sandbekk (2002)	Sandbekk, Håkon: <i>Misbruk av generalforsamlingens myndighet</i> . I: Tidsskrift for forretningsjus, 2002/3.
Truyen (2009)	Truyen, Filip: <i>Kapitaltørke, kriseemisjoner og kupp</i> . I: Pacta nr. 06, høsten 2009.
Truyen (2004a)	Truyen, Filip: <i>Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper</i> I: Jussens Venner. 2004. s.305 flg.
Truyen (2004b)	Truyen, Filip: <i>Likhetsprinsippet i artikkel 42 i det annet selskapsdirektiv, særlig ved aksjeemisjoner og ved utdeling</i> . I: Tidsskrift for rettsvitenskap. 2004. s.580 flg.

5.3 Lovgivning

Norsk lovgiving

aksjeloven (asl)	Lov om aksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 44.
allmennaksjeloven (asal)	Lov om allmennaksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 45.
Verdipapirhandelloven (vphl)	Lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 nr. 75.

Forskrifter

Børsforskriften (1994)	Børsforskriften av 17. januar 1994 nr. 30.
Børsforskriften	FOR 2007-06-29 nr 875: Forskrift om regulerte markeder (børsforskriften).

Utenlandsk lovgiving

aktiebolagslagen	Aktiebolagslag (2005:551) [Sverige]
aktieselskabsloven	Lovbekendtgørelse nr. 649 af 15. juni 2006. Bekendtgørelse om lov om aktieselskaber. [Danmark]

Direktiver

Kapitaldirektivet Det annet selskapsrettsdirektiv av 13. desember 1976
(77/91/EØF).

5.4 Rettspraksis

Høyesterett

Rt 1919 s.550 *Aalesunds Dampskibsrederi*
Rt 1990 s.1044 *Dreyer*
Rt 1991 s.892
Rt 2001 s.1513
Rt 2003 s.335
Rt 2003 s.713 *Norway Seafood*

Lagmannsretten

RG 1996 s.491 *Skorge Fiskeoppdrett*
LG-1997-00795
RG 2001 s.841 *Haugaland Billag*
LA-2002-84
LG-2007-192659
LF-2009-120317

Tingretten

RG 1993 s.737 *Bjørnshol Mek*
RG 2005 s.1409 *Frya Bioenergi*

5.5 Vedtak, andre uttalelser m.v.

Børsklagenemnda

OBKN-2006-2 Børsklagenemnden vedtak 2/2006, *Opticom ASA*.

Oslo Børs

OBS-2003-2 Børsstyrevedtak av 25.06.2003, *Choice Hotels Scandinavia ASA*.
Oslo Børs (1999) Børsrettsdagene, 24. og 25. januar 2000, *Vedtak og uttalelser 1999*.
Oslo Børs (2005) Børsrettsdagene, 30. og 31. januar 2006. *Vedtak og uttalelser 2005*.
Oslo Børs (2009) Børsrettsdagene, 25. og 26. januar 2010. *Vedtak og uttalelser 2009*.
Oslo Børs (2010) Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper.

Næringslivets Aksjemarkedsutvalg

NAU (1999) Utgitte skrifter fra NAU, nr. 7. Egne Aksjer. 1999.

Aktiemarknadsnämnden

AMN 2002:02 Aktiemarknadsnämndens uttalelse av 2002/02, *Vissa frågor om riktade emissioner (Initiativärende)*.

5.6 Forarbeider

Odelstingsproposisjoner

Ot.prp. nr. 23 (1996–1997) Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven).
Ot.prp. nr. 19 (1974–1975) Om lov om aksjeselskaper.
Ot.prp. nr. 36 (1993–1994) Om lov om aksjeselskaper.
Ot.prp. nr. 39 (1996–1997) (endringslov) Annen lovgivning som følge av ny aksjelovgivning m.v.

Offentlige utredninger

NUT 1970: 1	Innstilling til lov om aksjeselskaper.
NOU 1992: 29	Lov om aksjeselskaper.
NOU 1996: 3	Ny aksjelovgivning.

Innstillinger til Odelstinget

Innst.O. nr. 45 (1994–1995)	Innstilling frå justiskomiteen om lov om aksjeselskap (aksjeloven).
Innst.O. nr. 80 (1996–1997)	Innstilling frå justiskomiteen om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven), og om endringar i anna lovgjeving som følgje av ny aksjelovgivning m.m.

5.7 Nettdokument

NUES (2007)	Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse: <i>Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse</i> , 15/2007. http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Boerssirkulaerer/15-2007-Norsk-anbefaling-for-eierstyring-og-selskapsledelse .
NUES (2009)	Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse: <i>Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse</i> , 5/2009. http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Boerssirkulaerer/5-2009-Revidert-utgave-av-Norsk-anbefaling-for-eierstyring-og-selskapsledelse .

5.8 Personligmeddelelse

Truyen (2010)	Truyen, Filip, E-post. 6. April 2010.
---------------	---------------------------------------

